全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ASTER

复杂的产业分析、财务报表……是否已经让你焦头烂额？

高额的基金管理费，交易印花税……是否已经吞噬了你的大部分收益？

如果是，购买ETF吧！

专业投资者系列

ETF基金

我为什么总能跑赢大盘

分享股市成长的最好工具

[美] 劳伦斯·卡罗尔 / 著
王振山 等 / 译

大连出版社
DALIAN PUBLISHING HOUSE

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETF基金——

我为什么总能跑赢大盘

ETFs FOR THE LONG RUN

[美]劳伦斯·卡罗尔/著
王振山 贺钿璇 张 琦 吴俊儒/译

大连出版社

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

© 大连出版社 2010

图书在版编目(CIP)数据

ETF 基金:我为什么总能跑赢大盘/(美)卡罗尔(Carrel,L.)著;王振山等译. —大连:大连出版社,2011.6
(专业投资者系列)
书名原文:ETFs for the Long Run
ISBN 978-7-5505-0005-1

Ⅰ.①E… Ⅱ.①卡… ②王… Ⅲ.①证券投资—基金—基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 219148 号

辽宁省版权局著作权合同登记号:图字 06-2009-242 号

ETFs FOR THE LONG RUN by Lawrence Carrel
ISBN 978-0-470-13894-6
Copyright © 2008 by John Wiley & sons, Inc.
This translation published under license.
All rights reserved.

本书简体中文翻译版由威立有限公司授权大连出版社独家出版发行。未经出版者预先书面许可,不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。
版权所有,侵权必究。

出 版 人:刘明辉	
策划编辑:毕华书	责任编辑:毕华书 窦玲玲
封面设计:张 金	版式设计:刘振奎
责任校对:金 琦 刘丽君	责任印制:刘振奎
幅面尺寸:170mm×240mm	印 张:19.75
印 数:1~3000 册	字 数:283 千字
出版时间:2011 年 6 月第 1 版	印刷时间:2011 年 6 月第 1 次印刷
定 价:36.00 元	书 号:ISBN 978-7-5505-0005-1

出版发行者:大连出版社(地址:大连市西岗区长白街 12 号 邮编:116011)
电话:(0411)83621349/83621049 网址:http://www.dl-press.com 电子信箱:cbs@dl.gov.cn
印 刷 者:大连美跃彩色印刷有限公司 经销者:各地新华书店

如有印装质量问题,请与我社营销部联系
购书热线电话:(0411)83621349/83621049
版权所有·侵权必究

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

译者序
Translator's Preface

在金融投资领域,从来就不缺乏投资产品。但是,在林林总总的投资产品中,作为个人投资者,你是否真的拥有足够的能力去甄别它们并使你的投资增值呢?

也许你现在有迫切的需要,希望尽快将你的收入进行投资。但股票投资的风险可能令你担忧,债券过于稳定的低收益也不是你所渴望的;而固定资产和大宗商品投资或许更令你头疼,因为它不仅需要巨额资金,同时还需要更专业的洞察力。在这种情况下,你大概会说,选择共同基金就可以解决以上所有的问题。但我们介绍的这本书向你推荐的,将是一种比共同基金更为优越的投资工具,它就是 ETF,即交易所交易基金。

自 1993 年美国推出第一只 ETF 产品以来,这一类产品在全球范围内迅速地发展起来。ETF 产品与共同基金一样,也是由股票、债券、商品、货币以及其他资产构成的各种类型的投资组合。但是,由于 ETF 拥有更独特的结构和运作方式,这使它具有比共同基金更多的优势:灵活性更强、费率更低、税收效率更高、透明性更好、分散投资能力更强,提供更精确的投资策略。正是由于这些优势的存在,使得 ETF 比共同基金更能为个人投资者提供良好的服务,满足个人投资者的需求。也正是由于这些优势,使 ETF 这种新生的投资产品受到华尔街的青睐并在整个投资品市场中迅速提升了自己的地位。中国市场自 2004 年成立第一只 ETF 以来,截至 2010 年年底已经成立了 20 只 ETF 产品,ETF 产品及其市场正处于快速成长之中。为了使更多的投资者增加对 ETF 产品的认识与了解,从而更好地利用这种产品为广大投资者,特别是个人投资者服务,我们特意把本书介绍给读者。

本书以一种通俗易懂的语言为个人投资者清晰、多角度的分析了 ETF 产品。即使读者在此之前对它一无所知,相信通过阅读本书,也会轻松的理解本书所要阐明的意思和道理。首先,作者在第 1 章中总体上分析了 ETF 相对于与它相似的共同基金的优点,包括高透明性、低费率、高

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

税收效率等。第2章“ETF的历史”中,作者带领我们回到了上个世纪,纵横ETF产生之初的10年,让我们看到ETF是如何在经历了重重波折后产生的。第3章“ETF的演变”将把投资ETF与投资共同基金和单个公司股票进行比较,向读者解释ETF和共同基金之间的相似之处,以及相对于购买单个公司股票来说,ETF有哪些优点。第4章“指数基金基础”中,作者将指数基金与主动管理的投资组合比较,从理论和实践两个方面阐述投资于指数基金相对于主动管理的投资组合的优点,并推荐采用指数化方法作为投资策略。接下来,第5章“费用损失”将更深入地分析费用是如何对投资者的收益造成影响的,从而说明为什么投资者应该不断地寻找ETF这类最低成本的替代投资品。在帮助读者整体了解费用对利润的影响后,本书将会详细地介绍费用损失在共同基金和ETF中的具体情况。在第6章中,作者将先向读者展示共同基金的各项显性、隐性费用,然后将解释创设基金单位——这一ETF特有的结构是如何使ETF实现更高的效率的。第7章“新一代指数跟踪者”中介绍的是ETF经过早期的发展之后,是如何奋起直追成长为基金市场的主导产品的。此外,在这一章中,读者还将看到各大型ETF家族产品是如何被不断创设出来的。第8章“非ETF的ETF”将会分析一些与ETF相似的新的交易所交易工具,并着重说明了它们之间的差异。在阅读了前面几章作者对ETF的全方位解读之后,如果读者已经决定投资于ETF产品,那么下面的第9章“ETF的‘交易’”和第10章“构建自己的ETF”将会为投资者提供进一步的帮助。这两章介绍的是从ETF产品的交易机制到设计资产配置策略的全过程。最后,在第11章中,作者向我们描述了ETF市场的美好未来。

在本书的翻译过程中,我们力求在遣词用句方面保持原书的风格,遵从的原则之一是尽量将复杂的金融知识通俗化以便于读者理解。我们希望这本书可以使更多的国内投资者了解ETF产品,并为投资者提供可能的帮助,这也是我们翻译本书的初衷。

最后,如果读者在阅读本书过程中发现任何翻译不当之处,也请不吝赐教。

译者

2011年2月

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言

Preface

ETF(Exchange Traded Fund),交易型开放式指数基金,俗称交易所交易基金,是"21 世纪的共同基金"。与共同基金一样,ETF 持有一个由股票、债券,或者一些其他类别资产构成的分散化的投资组合。然而,它们的结构是截然不同的,这种结构的不同使得几乎所有的 ETF 都比任何可以与其比较的共同基金更便宜、税收效率更高、透明度更高、灵活性更强。这也就意味着你可以赚更多的钱了,而我们投资的最终目的不就是为了赚更多的钱吗?

市场上有一些关于交易所交易基金的书籍,但大部分是针对投资顾问和机构投资者的。而本书则是针对所有自己管理个人或家庭金融资产的读者。因此,如果你是一位个人投资者,投资于股票、债券、共同基金、商品或者货币,那么,无论你是一位采取买入——持有策略的投资者还是只是一位日交易者,这本书都非常适合你。

你可能需要为你退休以后做准备,你也可能需要为你的子女储蓄教育资金,或者你可能仅仅是想要使资产增值来满足更庞大的支出,比如说购买住房、购买游艇或为休假融资。无论你是喜欢自己管理投资,还是喜欢向投资顾问征求意见,这本书都能满足你的要求。我会用浅显易懂的语言来解释为什么你应该在所有的投资工具中首选 ETF,本书不会使用任何数学模型。

投资并使资产增值并不是一件容易的事情,它意味着你不得不在很多的投资选项中作出选择,决定出哪一个将会是赢家。这是在未知的情况下承担风险,然后等待结果。不幸的是,这种对未来的预测很少会有很好的结果。华尔街的投资顾问会告诉你这是一个非常复杂的过程,因此个人投资者需要他们的服务来给予指引。当然了,除了他们,你也可以有

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别的选择,如果你遵循一个系统的方法,一切都会变得非常简单。购买ETF就是一种能够简化你的投资生活的方法。

面对现实吧,如果你真能每天花上几个小时研究市盈率和上市公司的投资收益,那么你早就在华尔街工作了。但是,无论你是否在华尔街工作,我都认为在闲暇时间阅读财务报表听起来是极其无趣的。

即使你喜好选择股票,不可预知的环境变化也会毁掉最好的选股人。你可能正确地预测了一个行业的上升,并拥有这个行业中一个公司的股票,但这个公司却可能正在经历亏损或者受丑闻所累。通过购买基金,你就可以拥有这个行业所有公司的股票,而其中一个公司的问题变成只是你收益中的一个无关大局的小瑕疵。

正因为如此,共同基金才会繁荣发展。

共同基金的投资者明白基金是优秀的投资工具,购买共同基金要比购买单只股票容易得多,你会拥有一个专业的管理者来为你完成困难的工作,并且用最少的资金达到分散投资的效果。

通过市场上现存的8 000多只共同基金,你可以持有适合任何投资策略的投资组合。一只基金少则持有20只基础证券,多则持有几千只。

这是一个绝妙的想法!你不再需要花费精力关注财经新闻,你也不再需要花费时间对数量众多的股票和行业进行大量的研究。你只需选择几只基金,然后攒点儿钱放在里面。基金管理者会完成剩下的工作,他会研究股票,决定买入什么,然后进行买卖来使你的利润最大化。你再也不需要做像阅读财务报告那样无聊的工作了。

因此,共同基金是美国人主要的储蓄工具。根据共同基金行业的行业集团——投资公司协会——的统计,有44%的美国家庭持有共同基金或者类似的投资工具。近70年来,共同基金满足了个人投资者的需求,大部分投资者得到了很好的服务,当然也有例外。

高费用是共同基金对其投资者的一种严重伤害。在投资中,高费用可能会造成盈利或损失的差别。费用越高,投资规模减少的越多,你需要积蓄的钱就越多。因此,如果你能找到一种与共同基金非常相似的投资,而且这种投资价格更低,你会不会买呢?答案当然是肯定的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETF 就是这种产品!

ETF 可以提供共同基金能够提供的所有服务,而且其成本通常更低。由于具有在股票交易时间内进行买卖的灵活性和每日投资组合的透明性,所以,本书的一个可以选择的题目是“共同基金很好,ETF 更好”。

如果你是一名对冲基金投资者,你想使投资翻倍,那么 ETF 不适合你。无管理的对冲基金能够提供巨大的获利机会,但其投资者被要求最少投入 100 万美元并且能够承担巨大的风险。由于不具有透明性,所以对冲基金的投资者不知道他们投资于什么,收回资金通常也需要几周或者几个月的时间。你必须要有充足的资金,才能投资于对冲基金,因为它们会产生大的超乎寻常的风险。

对冲基金要求的最低投资额使大部分投资者望而却步,他们也无法承担对冲基金的风险。ETF 与对冲基金正好相反。这种严格管理的基金比对冲基金要安全得多。它们对任何人开放,而且流动性非常好,非常透明,投资成本也很低,有以较低的风险水平达到超过对冲基金的收益的可能性。如果拥有这些特点的投资正是你要寻找的,那么这本书很适合你。

这并不是说 ETF 没有风险,与对冲基金和共同基金一样,ETF 的风险是由其持有的资产决定的。因此,跟踪标准普尔 500 指数这种广泛的市场基准的 ETF 要比只持有生物科技行业企业股票的 ETF 风险小很多。跟踪标准普尔 500 指数的 ETF 与跟踪同样指数的共同基金有同样的风险,而一只生物科技 ETF 将与生物科技板块的共同基金风险相同。同时,持有债券的 ETF 通常要比持有股票的 ETF 风险低。

我在 1995 年成为一名财经记者,那时人们刚开始知道什么是信息的时代。在那个时期,我报道了关于网络经济的崛起、网络公司股票市场泡沫的形成和后来泡沫破裂的内容。我撰写了关于华尔街的投资银行给股票市场带来了没有利润、没有销量,甚至没有产品的公司的报道。当华尔街的公众大肆炒作每一只新股的增长潜力时,共同基金公司发行了以这些热门股票为基础的新基金,并且在市场处于最高点的时候卖给了投资者。

在 2000 年市场崩盘以后,一切丑闻都浮出水面,我报道了关于安然

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司、世通公司、阿德菲亚公司和泰科公司是如何欺诈投资者的内容。在那以后不久,我报道了很多关于共同基金让市场预测者、对冲基金和投机者获得不平等的最大化利润的优势,使共同基金投资者利益受损的情况。近来,我还报道了关于次贷危机的内容,以及华尔街一些最聪明的头脑是如何落入陷阱的,而这个陷阱正是由其创造的从轻信的私房屋主赚取钱财的机制所造成的。

通过报道这些事情我感觉到,华尔街的环境对于小投资者来说是充满敌意的。我是一个天生的怀疑论者,这些经历更加加强了我的这种敏感性。随着我开始着手写作关于个人理财的文章,我就成为了另类的调查记者。我的工作是透过一切虚张声势的炒作来弄清楚是否投资及选择何种金融产品对于个人投资者来说会是一个好的交易。

总的来说,在华尔街还没有什么能让我充满感情。然而,我喜欢创新的思想,特别是当这些思想帮助了这条街上的人们的时候。所以,事实是在我开始写到 ETF 没有被轻率地看待以后,我就很快变成了 ETF 迷。ETF 为共同基金的投资者提供了一个低成本的备选方案,我立即就喜欢上了它的这一点。与华尔街上的大多数事物不同,对 ETF 的了解越多,我就越喜欢它们。

随着 ETF 产业的扩张,华尔街的机构投资者和个人投资者之间的屏障被摧毁了。突然间,个人投资者找到了能够通向投资理想资产和定价水平的那扇门,而这在过去是只有对冲基金、捐赠基金和养老基金等这样大型的机构投资者才能够获得的。小投资者现在有选择的余地,不会再被敲诈,他们可以投资 ETF 来获得同大投资者一样的优势地位。

本书讲述了 ETF 是怎样被发明出来的以及是如何设立的,并详细地解释它们是如何为投资者提供如此多的好处的。本书最后还会告诉你如何构建自己的 ETF 组合。ETF 即使不是唯一一个投资者能够获得的最好的投资工具,也是其中之一。我带着这种信仰完成了这本书的写作,希望这本书能够对你有所帮助并且希望你能够感受到我对 ETF 的热情。

劳伦斯·卡罗尔

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

致 谢
Acknowledgments

我要特别感谢约翰·威立父子出版公司的 Bill Falloon,是他提出关于这本书的最初想法,提供给我这个写作机会,并始终信任我将会最终完成。本书的编辑 Emilie Herman,她的耐心和支持是值得称赞的。我还要特别感谢 KMZ 罗森门律师事务所的 Kathleen Moriarty,他在繁忙的日程安排和休假中抽出时间阅读了本书的大部分内容。统一市场公司的 Bob Tull 和 ExchangeTradedFunds.com 网站的 Arlene Reyes 也对本书的写作提供了很多帮助,他们心甘情愿地与我进行了很多深夜里的电话交流并回答了很多基础性的问题。

我还要感谢下面提到的这些人,不仅仅是为了他们与我交流所花费的时间,也是为了他们对各章节或节选内容的阅读和校正。他们是研究附属机构的 Rob Arnott,全美证券托管清算公司的 Hank Belusa、PowerShares,资本管理公司的 Bruce Bond,纳斯达克股票市场的 Steven Bloom,大剑证券公司的 Dave Hooten,PowerShares 的 Ben Fulton,瑞德克斯投资的 Doug Holmes,维多利亚湾资产管理公司的 John Hyland,纳斯达克的 John Jacobs、Wayne Lee,纽约梅隆银行的 Joe Keenan,全美证券托管清算公司的 Steve Letzler,瑞德克斯投资的 Tim Meyer,晨星公司的 Sonya Morris,巴克莱全球投资公司的 J. Parsons,道富环球投资的 James Ross 和美国证券交易所的 Cliff Weber。

衷心感谢凯利资本管理公司的 Jim Kelly,他在如何构建投资组合方面给了我很多建议。还要感谢 ETFguide.com 网站的 Ron Delegge,Natixis 基金的 Kevin Maeda,普林斯顿大学的 Burton Malkiel 和 Agile 投资公司的 J. D. Steinhilber,他们为本书提供了样本组合。

我还要对那些帮助我收集写作资料的人们表示感谢,他们是 Invest n

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Retire 公司的 Darwin Abrahamson，德意志银行的 Michele Allison，智慧树投资公司的 Stuart Bell，巴克莱全球投资者的 Lance Berg，标准普尔的 David Blitzer，伯格金融市场研究中心的 John Bogle，德意志银行的 Renee Calabro，先锋公司的 Amy Chain，美国证券交易所的 Mary Chung，先锋公司的 Rebecca Cohen，BC 资本合伙公司的 Bill Conboy，纽交所欧洲交易所的Lisa Dallmer，晨星公司的 Courtney Dobrow，美国证券交易所的 Scott Ebner，巴克莱资本的 Philippe El - Asmar，Xshares 集团的 Jeffrey Feldman，巴克莱资本的 Kristin Friel，ETFDigest. com 网站的 David Fry，ETF 顾问公司的 Gray Gastineau，投资公司协会的 Ed Giltenan，休伊斯通信的 Tucker Hewes，IndexUniverse. com 的 Matt Hougan，巴克莱全球投资者的 Christine Hudacko，瑞德克斯投资的 Dawn Kahler、Lori Klash，晨星公司的 Mark Komissarouk，S 网络的 Joseph LaCorte，晨星公司的 Annette Larson，道富全球投资者的 Gray MacDonald，摩根大通的 James McGowan，投资公司协会的 Mike McNamee，奥睿律师事务所的 Sam Scott Miller，休伊斯通信的 Howard Monahan，巴克莱全球投资的 Peggy Mu，日星公司的 Melissa Murphy，ETF 国际协会的 James Pacetti，RPG 顾问公司的 Alvin Rapp，德意志银行的 Kevin Rich，理柏公司的 Tom Roseen，纽交所欧洲交易所的 Eric Ryan，Porter Novelli 公司的 Kristin Sadlon，多宾斯通信的 Shawn - Laree de St. Aubin，Proshares 公司的 Michael Sapir，北方信托的 Luciano Schoenfeld，纽交所欧洲交易所的 Stephanie Scotto，智慧树投资公司的 Luciano Siracusano，摩根大通的 Pam Snook，美国证券交易所的 Joe Stefanelli，理柏公司的 Jeff Tjornehoj，美国证券交易所的 Bari Trontz，IndexUniverse. com 网站的 JimWiandt，投资公司协会的 Chris Wloszczyna 和晨星公司的 Nadine Youssef。

我要感谢 TheStreet. com 网站的编辑们的耐心、理解和支持，他们是 Dave Morrow，George Moriarty，Allison Bisbey Colter 和 Brian Cronk。我要感谢家人和朋友对我付出的爱和支持，他们是 Judy Carrel，Jerome Carrel，Janice Carrel，Marc Carrel，Sterling Barrett，Steven Fox，Darrin Greene，Jennifer Love，Tricia Pool，Mike Rosenband，Eliane Viera，Nick Wade，Jeff

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Wolfer,以及那些我可能没有提到的朋友们。最后,我想要感谢对我的事业有帮助的三个人,如果没有他们我永远也不可能做到像现在这样。Kevin C. Fitzpatrik 是使我成为一名财经记者的动力所在,我的一些最好的新闻稿材料都是他提供的;当我在《华尔街日报》网站的时候,Ezra Palmer 教会了我如何去做一名财经记者;当我在 SmartMoney. com 网站的时候,Steve Sakson 的帮助使我有了更大的进步。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目 录
Contents

第 1 章　ETF——新型的共同基金 / 1

ETF 凭什么比共同基金好/ 2
灵活性更强/ 3
费率更低/ 4
税收效率更高/ 5
透明度更高/ 6
资产配置更精准/ 7
可以投资其他资产类别/ 7
入场费——可以规避！/ 8
小结/ 8

第 2 章　ETF 的历史——一种新型基金是如何诞生的/ 10

美国证券交易所简史/ 12
ETF 之父/ 16
费城率先出击/ 18
卷土重来/ 21
标准普尔存托凭证的创立/ 27
新行业的诞生/ 29
再度出击/ 31
谜局/ 31
新业务的建立/ 34
钻石基金闪亮登场/ 36

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

蜘蛛恐惧症？/ 36
婚礼的钟声/ 37
最大的 ETF 发行/ 38
拜托，它们都是 ETF！/ 43
第一次出击/ 47
如果你不能打败你的敌人，那么就加入他们吧/ 48
基于债券的 ETF/ 50
分道扬镳/ 51

第 3 章　ETF 的演变/ 53

不要把鸡蛋放在同一个篮子里/ 54
投资公司的魅力/ 57
投资公司的类别/ 58
共同基金的家族/ 60
共同基金的运作/ 62
创造 ETF/ 65
小结/ 69

第 4 章　指数基金基础/ 71

为何跟踪指数？/ 72
基金管理方式选择/ 75
指数基金的兴起/ 78
重要的指数公司/ 81
证券交易所指数/ 85
主动管理型 ETF/ 87
小结/ 88

第 5 章　费用损失/ 90

华尔街酿制的红酒/ 90

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

寻求低管理费用/ 92
小结/ 96

第 6 章 更好的捕鼠器——ETF 是如何收取低费用的/ 97

共同基金的显性成本/ 98
共同基金的隐性成本/ 108
创设基金单位:基金公司是如何让 ETF 成本如此低廉的/ 114
交易费用/ 117
ETF 需要负担哪些成本呢? / 123
为什么我曾经会购买共同基金? / 127
小结/ 132

第 7 章 新一代指数跟踪者/ 133

错过的机遇 / 136
不公平的对决/ 141
纽约银行创造了 BLDR/ 143
邦德/ 143
Rydex 入场了/ 146
先锋的爆发 / 148
他们的产品具有魔力/ 150
共同基金的丑闻事件帮助了 ETF / 151
PowerShares 活力四射……以及 2005 年其他公司的重要发展/ 154
收购/ 155
水闸打开了 / 156
基本分析家/ 163
不断成长/ 173
小结/ 179

第 8 章 非 ETF 的 ETF——ETPs、ETVs 和 ETNs/ 181

HOLDR 诞生了/ 184

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易所交易债券/ 186
基于商品的 ETV/ 190
金钱使世界转动/ 211
小结/ 216

第 9 章　ETF 的“交易”/ 226

折扣经纪人/ 228
实际交易/ 230
买进卖空/ 236
ETF 期权/ 239
小结/ 242

第 10 章　构建自己的 ETF 组合/ 244

最简单的投资组合/ 246
风险估测/ 246
战略和战术资产配置/ 251
基础投资组合/ 258
不随大流/ 269
利用投资损失避税/ 276
聘请一位投资顾问/ 279
小结/ 281

第 11 章　ETF 的未来/ 283

纽约证券交易所和美国证券交易所的并购/ 284
专业证券商和创业资本/ 286
积极管理的 ETF/ 290
加入 401k 计划市场/ 293
总结/ 296

附录　如何选择对你最有利的基金 / 297

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1

ETF——新型的共同基金
ETFs—The Newfangled Mutual Funds

“钻石、蜘蛛和魔方,噢,天啊!”

当熟悉股票和债券的投资者在金融报刊上读到这样的内容时,并不奇怪他们有可能会认为华尔街上正在进行一些怪异的动物展览。而当像iShares 和 PowerShares 这些名词在文章和广告中频频出现时,投资者也许会认为这些都是由一般的公司股票突变而来的更强势、更好的股票。从某种意义上说,他们的这种想法是对的。

所有这些名称都来自华尔街上一种最受欢迎的投资产品——ETF。截至 2006 年年末,全球共有 359 只 ETF。2007 年 ETF 发展迅猛,270 种新品上市,增长 75%,总数于年末时达到了 629 只。与此同时,ETF 所管理的总资产激增 44%,已达到 608.4 亿美元。

尽管 ETF 增长迅猛,而其现身市场也有 15 个年头了,但却没有得到多少投资者的关注。随便问问路人甲、路人乙什么是 ETF,你可能会得到形形色色的答案——资金的电子转移系统、电脑文件的压缩文本格式、总统的能源工作小组,等等等。

虽然它们英文的首字母缩写都是 ETF,但能让人兴奋不已的只有一种。是的,它就是交易所交易基金,它的英文名为 Exchange Traded Fund,简称 ETF。简单的理解,它就是一种新型的可以在证券交易所交易的共同基金。

与汽车、洗涤用品行业一样,为了吸引它的客户——投资者,华尔街也需要创新,不断推出新的、改进的投资产品。当然,并不是所有的新产品都代表着进步,比如可口可乐在 20 世纪 80 年代推出的改变传统配方的新品,就是一次重大的失败。但 ETF 绝对是华尔街上具有进步意义的新型共同基金,它甚至被誉为“21 世纪的共同基金”。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与共同基金一样,ETF 能使个人投资者以较少的资金获取流动性强、风险分散的投资组合。但是 ETF 绝不仅仅是共同基金,让我们看看它们是如何投资的,然后再作选择吧!

ETF 凭什么比共同基金好?

ETF 是具有共同基金特征的可交易股票,"新的、改进版"绝不是浪得虚名。比起一般的共同基金,ETF 具有以下 6 个优势:

1. 灵活性更强;
2. 费率更低;
3. 税收效率更高;
4. 透明度更高;
5. 资源配置更精准;
6. 可以投资其他资产类别。

当然,ETF 的诞生并不意味着共同基金就像老款汽车一样,再也不值得人们去关注了。实际的情况是:2007 年年末,全球共有 21 000 多种共同基金产品,资产规模超过 1.2 万亿美元,短期内共同基金是不会退出历史舞台的。

ETF 同样有着旺盛的生命力,是能够经受得住时间考验的。交易的灵活性使其受到了对冲基金等机构投资者的热情追捧。然而在 ETF 产生的早些年,采用买入——持有策略的投资者觉得并没有什么必要去购买 ETF,因为他们可以购买跟踪某种指数的共同基金。

然而在过去的六七年时间里,这种金融创新产品在华尔街的发展可谓是一枝独秀。ETF 除了具有交易灵活和成本低廉的优点外,还能够通过简单便捷的形式跟踪股票和债券以外的其他资产,比如商品和货币。这使得 ETF 得到了广大散户投资者的认可,ETF 也成为了很多个人投资者资产组合中的主要产品。尽管投资领域对 ETF 的兴趣与日俱增,但对很多人来说,ETF 的运作和优点仍然是一个谜。

当你在寻找投资机会时,你可能曾经从你朋友那里或者从你的投资顾问那里听到过 ETF 的名字。这本书的目的就是要帮助个人投资者理解 ETF 的优点,并且能够在投资中更好地使用它们。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

灵活性更强

与共同基金相比,ETF 最大的进步和最重要的优势是它可以在证券交易所进行交易。这种优势是十分明显的。与共同基金每天只允许交易一次不同,ETF 能够为投资者提供更加灵活的买卖选择。你可以在交易所的交易时间内随时进行买卖,而它的价格也是随着市场行情时刻变化的。也许你会觉得这种灵活性只对那些持有基金少于一天的日交易者或者机构投资者有利,而实际上这对于采用买入——持有策略的投资者也是很有利的,因为此时,ETF 的投资者可以准确地确定他们想买入或者卖出基金的价格。

共同基金就没有这种灵活性。投资者每天只能在下午收盘后按照基金净值(Net Asset Value,NAV)与基金公司进行一次性的买入或卖出。基金净值是指基金持有的所有股票的平均价格,而在没有收盘的时候,基金价格是无法计算的。这对共同基金的投资者很不利,因为投资者不得不在收盘之前还不知道具体价格的情况下作出买入或者卖出共同基金的决定。

假设股票市场在上午 10 点收到了一个利空的消息,那么很可能市场会有一波剧烈的下跌。我们现在来比较 ETF 持有者和共同基金持有者在这种情况下的不同经历。他们都持有 10 万美元的投资组合,都能够根据市场的信息进行调整,并且他们几乎同时注意到了利空的消息。不利消息的公布带来市场上大量的卖空行为,到下午收盘的时候,标准普尔 500 指数下挫 2%。

如果你是一名共同基金的持有者,你可能会在上午 10 点 05 分就打电话给你的基金公司要卖掉你全部的基金份额;然而基金公司会告诉你他们将在当日收盘后按照基金净值成交。所以尽管你在当天很早的时候就给基金公司打电话,想要迅速地卖出基金,也不可能如愿以偿。基金会在下午 4 点收盘后计算净值,那时股票市场已经下跌了,基金净值都是按照下跌后的股票价格来计算的,所以很可能的情况是你最终以当日最低的价格卖出了基金份额。

与此相反,如果你是一名 ETF 的持有者,同样在 10 点 05 分打电话给你的股票经纪人,要求他卖出你所有的基金份额。因为 ETF 是可以在交

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易时间内随时进行交易的,所以经纪人立刻发出了卖出的指令。最后,尽管市场在收盘时下跌了2%,投资ETF的你却可以在股市刚刚下跌时就卖出全部基金份额,将卖出价格锁定于一天中较高的位置。

在我们这个例子中,如果你投资的是ETF,那么你将少损失将近2 000美元。同样的情形在市场上升时也会发生。ETF投资者在市场反弹开始的时候就可以买入获利。然而共同基金投资者虽然可能也发现了市场的反弹,但是在交易时间内却不能买入,他们的买入价格是按照收盘后的市场价格确定的,成交的价格可能已经接近反弹的顶点。

与被动的接受市场变化带来的结果相比,这种能够在市场行情变化开始时就作出买卖决定的能力赋予了投资者较大的获利机会。ETF的投资者能够灵活地采用市价买卖、限价买卖、止损指令买卖和保证金买卖。很多ETF还提供可交易的买入或卖出期权。另外ETF的投资者可以采用卖空策略,这也是共同基金投资者无法做到的。当投资者预测到股票价格会下跌时,他可以卖空ETF或者股票,即投资者从经纪人那里借入ETF或者股票,然后卖出,并期望未来以较低的价格将其买回平仓。

较高的灵活性使得投资者能够更好地控制投资的买卖价格,并且能够利用市场价格的变化获得盈利的机会。

费率更低

ETF实质上是一种指数基金,指数基金是通过持有与指数中所包含的股票完全相同或近似相同的一篮子股票来跟踪某一特定市场。

第一只ETF——标准普尔存托凭证(常被称为SPDRs或Spider)于1993年开始交易。这只基金跟踪非常普通的美国大盘股指数——标准普尔500指数。随后的ETF也跟踪其他主要的市场指数,如钻石基金跟踪道琼斯工业指数,PowerShares QQQ跟踪纳斯达克100指数。到2007年年末,所有的ETF都被要求跟踪某一指数。

对于指数共同基金来说,因为其股票篮子是跟踪某一指数的,所以是一种被动的管理方式,不需要频繁地调整资产组合。因此像这样的基金每年的费率是很低的,而ETF的费率比这种共同基金的费率还要低。例如,作为全世界最早的指数化共同基金,也是全世界最大的指数基金——先锋500指数基金(Vanguard 500 Index Fund),跟踪的是标准普尔500指

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数,这种基金的年费是所有的共同基金中最低的,只有0.18%。与其相比,同样是跟踪标准普尔500指数的ETF,如标准普尔存托凭证和巴克莱iShare标准普尔500指数基金,收取的费率只有微不足道的0.08%和0.09%,几乎不到先锋500指数基金费率的一半。更重要的是,先锋500指数基金的低费率在共同基金中尚属特例。大部分的共同基金的管理费高于1%,有一些甚至高达5%。到目前为止,还没有ETF收取超过1%的费率。管理费对于投资者来说是最大的一笔财富损耗,即使是每年节省很少的资金,长期来说也是很可观的。

先锋公司的创立者,也就是先锋500指数基金的创立者John Bogle说:"为什么达到市场的收益是如此之难呢?那是因为我们所知道的市场收益是忽略投资成本的,在寻找高额收益时,现实中的投资者承担了很高的成本——基金管理费用、经营成本、经纪佣金、销售费用、交易成本、顾问费用、现金支出成本等。无论基金的表现如何,成本都是永远不可避免的。"

税收效率更高

比起共同基金,ETF的第三个主要优点是其税收效率更高,这主要是因为ETF可以推迟缴纳资本利得税。无论何时,共同基金或者指数基金要卖出一种证券时都必须交税,投资所获得的全部收益都是资本利得。共同基金按照其所拥有的份额比例给基金持有者分配利润。当基金持有者获得资本利得时,必须支付资本利得税。即使指数基金的投资者可能持有基金几十年,他们每年也都必须为过去的12个月的资本利得交税。

当许多投资者赎回基金的时候,资本利得税的负担可能是非常沉重的。2000年,网络公司股价泡沫破灭时共同基金投资者的噩梦仿佛就在昨天:投资者赎回基金,共同基金被迫卖掉其基础资产来满足投资者赎回的现金需求。最惨的是那些选择不赎回基金的投资者,他们受到了双重的打击。不仅投资的基金价格大幅下跌,而且当其他投资者退出时,还不得不承担基金卖出股票时需要缴纳的资本利得税。

读到这儿,你可能会恍然大悟。但这不是ETF投资者的命运。

作为ETF的投资者,你只需在自己的账户中持有股票,而不是投资基金的资产,即你的投资与其他投资者的投资是没有联系的。所以,你只

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需要为自己卖出的基金份额缴纳资本利得税，而不必受其他投资者投资决策的影响。毫无疑问，推迟交税可以使投资者的总收益发生很大的变化，因为你不用每年都从本金中拿出一部分来纳税。另外，如果你是一名采用买入——持有策略的投资者，直到退休才卖出 ETF，那么你将处于很低的税收等级（虽然中国还未征收资本利得税，但也是迟早的事情）。

“灵活性更强！”

“费率更低！！”

“税收效率更高！！！”

——任何建议你将 ETF 纳入投资计划的人都会向你介绍它的这三个优点，无论他是业内人士、投资顾问，还是财经记者。

然而 ETF 除了这三个优点外，还有另外三个锦上添花、让你不得不将其揽入怀中的优点。

透明度更高

更高的透明度意味着在任何时候，ETF 的投资者都可以看到它的价格和持有股票的情况。

通过简单的指数分析，就可以很容易地确定 ETF 和指数共同基金持有哪些股票。当然，有些时候 ETF 和指数共同基金并不是持有指数包含的每一种股票。指数共同基金与指数之间的偏离并不明显，但是对于 ETF 来说，你总是可以知道它持有哪些股票。

由于其独特的结构，ETF 必须每日公开基金持有证券的详单，这样才能创立新的基金份额。这也就意味着，你每天都可以看到 ETF 所包含的每一种股票。

当然了，共同基金也有其衡量透明性的方法，但却并不是十分可靠。当我们以每个交易日为单位来衡量时，共同基金的投资组合显然是不透明的。共同基金按要求每隔 6 个月向其基金持有者递送一次持股清单。这也就意味着基金持有者一年只能看到两次基金的持股情况，而且其可信度还值得怀疑。基金可以在确定持股情况后 60 天之内向基金持有者递送持股清单，但由于共同基金每天都可以进行证券的买卖，所以在这 60 天之内持股情况可能已经发生变化。

与此不同的是，ETF 在交易期内的价格是透明的，投资者能够看到它

www.mtachn.com

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的实时价格。正如上面所提到的,这能够使投资者对买卖投资有更强的控制力。

资产配置更精准

更高的透明度也就意味着你可以充分发挥自己的投资天赋,根据具体情况,创造更精准的战略资产配置组合和更巧妙的投资策略。

尽管所有的共同基金都有其遵循的投资策略,基金经理偶尔偏离策略也是很正常的。而造成这种情况发生的原因是多种多样的。比如,当某一种投资策略不再被看好时,那么基金经理就有可能会想要持有一些表现好的股票来增加其收益。而这一变化,共同基金的持有者往往是不知道的。

这时,问题就产生了!

假设,你同时持有大盘股共同基金和小盘科技股基金。由于小盘股表现不好,所以基金经理买入一些表现好的大盘科技股。但是这有可能会造成投资者的投资组合中大盘科技股的权重过高,而这并不是投资者所期望的。

因为基金经理可以随意处置投资组合,而且投资者无法了解投资组合的构成,这必然使得共同基金的投资者处于极为不利的境地:悄无声息中,投资组合已经出现偏差!

ETF 则不同!

由于 ETF 的持仓情况清楚明了,你可以进行非常精准的资产配置。可以按照自己的想法,对投资组合中的大盘股、小盘股和国际股的数量进行微调,避免了重复投资或投资的过度集中。

可以投资其他资产类别

能够像购买股票一样购买其他资产——这是 ETF 带给个人投资者的另外一个好处。

一般的 ETF 迷可能并不知道它的这一特点,但这却是 ETF 有生以来带给个人投资者的最大实惠!

以前,商品和货币市场对于个人投资者来说是很难进入的。随着世界经济的变化,这些资产变得越来越重要了。对于小投资者来说,没有机

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会利用这些资产种类是一个相当大的缺憾。

一些公司通过使用与 ETF 相似的结构,为投资者提供了参与这些市场的机会,就像投资 ETF 一样,投资额较少而且进出便利。

随着对黄金、石油和其他商品,以及外汇需求的上升,投资者构建分散的投资组合的手段越来越多。

入场费——可以规避!

ETF 尽管有这么多令人称赞的优势,但在某些时候共同基金可能会更受青睐。因为 ETF 有一个最大的缺点:入场费。因为 ETF 可以像股票一样交易,所以买卖 ETF 必须通过股票经纪人,而股票经纪人必然是要收取佣金。即使是折扣经纪人,交易成本也会侵蚀一部分本金。对于长期投资者来说,最主要的一个策略就是平均成本投资法(dollar-cost averaging)。ETF 的交易成本对于平均成本投资法的拥护者来说高得有些离谱。

尽管共同基金也要通过收取佣金的经纪人卖出,但是理性的投资者知道可以投资于无佣金的基金来规避这一费用。由于没有佣金,所以每一美元都可以用来投资而没有进入经纪人的口袋。这就使投资可以最大化,而且无佣金的基金在卖出时也是不收取费用的,所以平均成本投资法是指数共同基金赢得青睐的一张王牌。

小结

ETF 不再仅仅属于投资界的大人物了!

和一般的指数共同基金相比,ETF 为采用买入——持有策略的投资者提供了更多的利益。

这本书正是为那些采用买入——持有策略的普通投资者,那些精心地照看着自己的或者家庭的投资的人们所写的。本书将会用事实说明为什么 ETF 是 21 世纪的共同基金,是目前你所能接触到的最好的投资工具。本书的观点是:共同基金是很好的投资工具,但 ETF 却有过之而无不及。

接下来的章节将会帮助你自下而上地了解共同基金和 ETF。即使你不想自己构建投资组合,你也需要搞清楚自己买了什么和为什么要买。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第3章“ETF的演变”将要解释ETF和共同基金的相似之处,以及相对于购买单只公司股票来说,它们有哪些优点。第4章“指数基金基础”解释投资于指数相对于主动管理投资组合的优点,并推荐采用指数化作为一种投资策略。第5章“费用损失”将更深入地分析费用对收益的侵蚀,以及为什么投资者应该不断地寻找最低成本的替代投资品。在说明了费用对利润的影响后,本书将会详细地介绍共同基金和ETF的具体情况。第6章“更好的捕鼠器——ETF是如何收取低费用的”介绍了ETF是如何达到较高的效率的。最后,第8章“非ETF的ETF——ETPs,ETVs和ETNs”将会分析一种与ETF相似的新的交易所交易工具,并着重说明了两者的不同。最终,读者应该会对这种投资的优点和成本有比较深入的理解。本书后面的章节说明投资者应该如何构建自己的ETF投资组合,包括从交易机制到设计资产配置策略的内容。

我们都很清楚,想要理解一样事物,最重要的因素就是要洞悉该事物是如何产生的,以及促使其成为当前形态的原因。本书将会带你畅游ETF,走进它的历史,了解谁才是行业的领袖,以及它为什么会成为行业领袖。第2章“ETF的历史”将横跨ETF行业发展的最初10年。第7章“新一代指数跟踪者”将分析自2003年以来ETF行业以难以置信的速度发展的主要驱动力。本书的最后分析了影响该行业未来发展的主要因素。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2

ETF的历史——一种新型基金是如何诞生的
ETF History Lesson: How a New Type of Fund Was Born

ETF 的产生源于 1987 年的股市大崩盘。

1987 年 10 月 19 日,众所周知的黑色星期一,道琼斯工业平均指数大幅下挫 508 点,报收 1 738.74 点,跌幅 22.61%。5 000 亿美元的资产顷刻间蒸发,创造了美国股票市场单日最大的价值损失。

虽然黑色星期一是美国最大的股灾,但道琼斯工业平均指数的单日跌幅却也只能屈居第二。最大的单日跌幅也不是发生在 1929 年的股市崩盘。1929 年的股灾发生在 10 月 28 日,在那个黑色的星期四,道指大幅下跌了 12.82%,第二天又缩水了 11.73%。短短两天的时间道指总的跌幅达到了 23.1%。道指最大的单日跌幅实际上发生在 1914 年 11 月 12 日,跌幅达到了 24.39%。那一天是第一次世界大战爆发 5 个月后股市第一次开盘。

理论界关于股票市场崩盘的原因一直存在争议。暂且不去考虑原因是什么,因为无论是什么起了催化作用,结果都是一样的:市场下跌的消息使投资者开始恐慌,他们同时想要卖出股票。此时,多米诺骨牌效应发生了:市场上充斥着大量的卖出交易指令,而大量卖出指令又反过来加重了市场的下跌,结果就是价格大幅下挫。暴跌的传播导致全球股票市场的崩盘。

曾参与创造了第一支全球 ETF 基金的鲍勃·塔尔(Bob Tull)说:"这是第一次,散户投资者开始意识到,当他要卖出共同基金时,不到这一天的最后他是不会成功的。"

在 1987 年股市崩溃的那一天,每个人都在得知消息后的第一时间给经纪商打电话,要求卖出基金。他们以为这样就可以卖出基金了。但是,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不久之后,他们才明白,他们的基金直到收盘时才被卖出,他们得到的只不过是所有股票都下跌后的收盘价。

基金的制度安排使得散户投资者得到了一天中最坏的价格。直到那一刻,散户投资者才恍然大悟,他们持有的基金的价格,也就是资产净值是以收盘价来确定的。

虽然股市崩盘使得每个人都有损失,但散户投资者却是其中损失最为惨重的一群人。而如养老基金、保险公司、大学捐赠基金等大型投资者都在股灾发生当日就逃出了市场。不幸的是,大多数小投资者都是根据401k计划①持有共同基金。他们只有在股灾发生后才能拿到属于自己的钱,因此损失最大。

你不要对这一现象感到奇怪或是愤愤不平。要知道,华尔街从来就不是为普通投资者存在的,它的存在是为了使银行能通过别人的钱获得利润。

正如人生之路布满荆棘一样,ETF的故事也充满了竞争、补救和因果报应。

美国证券交易所在忍受了漫长的被认为是其末日的业务萧条之后,终于发明了ETF基金。该基金使得散户投资者可以为其在1987年股灾中的损失复仇,而这也使美国证券交易所自己面临的困境得到了转变。

ETF的故事就是一项金融创新的过程。它的目的在于让散户投资者和大投资者如何在相同的条件下公平竞争。ETF不仅使散户投资者在交易时间上有了自由,同时在交易费用上它也和机构投机者享受同样的费率。由于费用的问题,华尔街没有对ETF给予足够的重视,然而实际上,ETF却由于其有利于广大的散户投资者而成为了华尔街最受追捧的明星产品。

先回到惨痛的故事中来。股市崩盘发生后的第四个月,证券交易委员会发布了一份报告,分析市场下跌的原因。证券交易委员会把1987年

---

① 401k计划也称为401k条款,是指美国1978年《国内税收法》新增的第401条k项的规定。该条款适用于私人营利性公司,为雇主和雇员的养老金存款提供税收方面的优惠。按该计划,企业为员工设立专门的401k账户,员工每月从其工资中拿出一定比例的资金存入养老金账户,而企业一般也为员工缴纳一定比例的费用。员工自主选择企业提供的证券组合进行投资,收益计入个人账户。员工退休时,可以选择一次性领取、分期领取或转为存款等方式使用。译者注。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10月的股灾"委婉"地称为是市场拐点。在1988年2月的报告中,他们提出了这样的问题:如果存在基于标准普尔500指数的市场组合型的投资工具,这种工具能够减弱股市波动对于单只股票的冲击,那么情形将会是怎样?证券交易委员会同时表示,如果交易所能够提供这种投资工具,那么该申请将会很快得到证券交易委员会的批准。

内森·莫斯塔(Nathan Most),美国证券交易所负责新产品开发的高级副总裁,将此报告看成是开发市场组合型的投资工具的邀请函。过去的10年,莫斯塔一直在为美国证券交易所设计产品。在20世纪80年代的大部分时间里,由于激烈的市场竞争,美国证券交易所的市场份额一直在不断下降。莫斯塔的团队一直致力于为客户定制所谓衍生产品之类的证券,主要是期权。我们知道,期货和期权的价值都是依附于其对应的原生性产品,而非实际拥有那些产品,因而被称为衍生产品。期货是指在预先确定的到期日以特定的价格买卖某种商品或证券的协议。期权是指在特定的日期以预先确定的价格买卖某种投资工具的权力。这些产品把原生性或称基础性资产进行分割,再以某种方式重新组合,来改变它的风险和收益情况。最终把一种潜在的风险传递到其他地方。当然,成功的例子是有的,但是这类产品大多数与监管者的偏好相抵触,因而寿命很短。但是现在,证券交易委员会的监管者却要求开发一个新的市场组合型的投资工具,这简直让人难以相信,天上是不是掉了馅饼!

"我们第二天就开始为此工作了!"斯蒂芬·布卢姆(Steven Bloom)说。

那个时候,斯蒂芬·布卢姆是美国证券交易所新产品开发部门的副主管,也是莫斯塔的得力助手。布卢姆拥是鼎鼎有名的哈佛大学的经济学博士,1985年来到美国证券交易所师从莫斯塔。布卢姆当时只有26岁。1992年,财富杂志称布卢姆为穿行于华尔街上的行家中的一员,这些行家是一群年轻的衍生产品设计者,他们为投资银行提供一系列可供交易的综合证券。即使他为一个被财富杂志称为天生金融奇才的人工作,也丝毫没有掩盖他的光环。

美国证券交易所简史

美国证券交易所原名场外交易所,它做为场外市场与纽约证券交易所同时开始营业。纽约证券交易所一向将1792年5月签署的《梧桐树协

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

议》作为自身的起源:在华尔街的一颗梧桐树下,24 个主要的经纪人和经纪公司同意对证券交易收取佣金,并给予彼此交易的优先权。被交易的五种证券包括三只政府债券和两只银行股票。

“它建立了一个经纪人的协会,该协会的主要功能就是排斥非会员和在最低的竞争条件下保持费率。”历史学家斯图亚特·布鲁彻(Stuart Bruchey)这样评价《梧桐树协议》。对于大多数的小经纪人来说入会费用过高,高昂的入会费用使得“交易所只吸纳纽约最有钱的经纪人”。

签署《梧桐树协议》的经纪人很快搬到了当地的一家室内咖啡馆。到了 1817 年,这些经纪人组成了纽约股票和交易管理处,即纽约证券交易所的前身。同时,那些由于资金或其他原因没能加入的经纪人,仍然在华尔街的室外进行交易。他们被叫做场外交易人,因为他们在“场外”的市场上进行交易。

由于上市和交易的标准非常高,同时也为了自己的名誉,保守的纽约证券交易所避开了一些新兴的行业。于是,场外市场就成为了新证券的试验场,这同时也为他们自己开辟了一个有利可图的市场。当这些新兴证券在场外市场拿到所谓的毕业证或是合格证后,他们就开始渐渐转移到纽约证券交易所上市,场外市场因此也需要不断补充它的上市公司。

做为一个可以海纳百川而非亦步亦趋跟随纽交所的机构,场外市场以为中小规模的企业和创新型企业提供交易场所而闻名。由于保守的纽交所对什么是有名望的行业持狭隘的观点,所以,19 世纪末期,美国最有活力的企业大多都在场外市场进行交易,这包括美国大多数的矿业和石油企业,以及不断壮大并最终成为一个新行业的制造业。

直到 1911 年纽约场外交易所成立,进行场外交易的经纪人才开始成为一个有组织的交易机构。场外从此不再是一个地名,而是一个有规章的实际的组织。然而交易商们依然在室外进行交易,无论什么天气,都能在布罗德街(Broad Street)和交换地(Exchange Place)的街角发现他们的踪影。那里被称为布罗德街丛林,因为附近写字楼里的电话接线员探出窗外,向街道上的交易商传递着买进或卖出的指令。“为了使电话接线生容易辨认,每一个经纪商都穿着独特的服装——色彩鲜艳的马甲或是不同寻常的帽子。”历史学家斯图亚特·布鲁彻写道。

1921 年,场外市场搬到了格林威治大街 113 号,距离纽约证券交易

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所5个街区。到了20世纪20年代末期,新命名的纽约场外交易所成为了美国第二大交易所。20世纪30年代,交易所的办公大楼搬迁到特尼地广场(Trinity Place)86号,也就是它现在的地址。1953年,场外交易所正式更名为美国证券交易所。

但是,到了1987年,美国证券交易所变成了全美第三大交易所。它的市场份额正在被一个叫做全美证券商协会自动报价系统的电子市场所吞噬,这一电子市场即我们熟知的纳斯达克市场。纳斯达克市场最初由全美证券商协会(National Association of Securities Dealers,NASD)拥有,该协会属于行业性自律组织,负责纳斯达克和店头市场(over-the-counter markets)的运营与监管。

拥有并运营纳斯达克股票市场的纳斯达克在2002年上市。2007年7月,创建并监管纳斯达克市场的全美证券商协会,与纽约证券交易所中有关会员监管、执行和仲裁的部门合并,成立了美国最大的非政府的证券业自律监管机构——美国金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority,FINRA)。

当黑色星期一发生时,纳斯达克市场正在股票上市方面蚕食本属于美国证券交易所的蛋糕,这使得美国证券交易所的重要性开始降低。然而,政策的变化才是美国证券交易所陷入衰退的催化剂。10年之前,国会和证券交易委员会为了增强证券业的竞争开始放松监管。这一举措引起了激烈争夺上市公司的竞争。最终纳斯达克渔翁得利,做为店头市场的电子版本,成为了最大的受益者。

店头市场为没在任何一家交易所上市的股票提供交易。之所以没有上市,是因为这些股票不符合证券交易所的上市要求。店头市场的股票通过交易商网络进行交易,在这个网络中,交易主要通过电话和电脑完成,而不是在一个正式的集中的交易所里进行。尽管纳斯达克也是一个没有具体交易地点限制的交易商网络,但却被看做是一个正式的美国证券交易所。现在,纳斯达克也不再交易店头市场的股票,所有在纳斯达克上市的股票必须符合纳斯达克的上市标准。

过去,许多小型和创新型公司构成了美国证券交易所主要的利润来源。现在这类公司开始流向纳斯达克,尤其是新兴的从事个人电脑和技术的公司。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在1973年年末,也就是纳斯达克开始运营的第二个整年,在美国证券交易所上市的公司数量有1 292家。10年之后,纳斯达克超过了美国证券交易所。根据纳斯达克的资料,1983年其市值达到4 050 000 000美元,而同年美国证券交易所的市值仅为2 081 000 000美元。次年,在纳斯达克上市的公司总数也超过了美国证券交易所。

1984年年底,1 166家公司在纳斯达克交易,而美国证券交易所仅有792家,相对于1973年,下降了39%。上市公司数量的下降意味着收入的下降。交易所的收入主要来源于上市费用及对当日交易量收取一定比例的费用。1980年,美国证券交易所的日均交易量达到了137 900 000美元,到了1985年,这一数字只有107 200 000美元,下降了22%。同期,纳斯达克的日均交易量却激增了231%,达到了889 100 000美元。

"美国证券交易所的未来充满了不确定性,"《华尔街日报》在1985年7月2日的报道中说,"接下来的几个月会帮助我们检验,美国证券交易所能否做为一个独立的机构存活下来。"

美国证券交易所将业务上萧条的原因归纳如下:自己把那些不能满足上市条件的企业拒之门外;越来越多的企业加入20世纪80年代的并购大潮加剧了其业务的恶化;那些在美国证券交易所上市后,取得毕业证或是合格证的公司转而进入纽约证券交易。这些不仅表明了美国证券交易所吸引新公司的能力越来越弱,而且其原有的公司资源也在流失。

"美国证券交易所遭遇了严重的危机,它是否还能做为一个独立的交易所的前景存在不确定性。"《华尔街日报》在同一篇文章中评论到。这篇文章同时匿名引用了交易所监管委员会一位成员的话,"人们应该关注美国证券交易所是否有大量关键的产品来支持它继续前进。"其间,美国证券交易所与纽约证券交易所合并的传闻在市场上广为流传,但最终纽交所拒绝了这一提议。

多年以后,理查德·赛伦(Richard Syron),时任美国证券交易所的首席执行官,关于这段时间提出了自己的观点。"20世纪70年代末期、80年代初期,世界发生了变化,而我们却没有随之改变。"他在1998年3月接受《华尔街日报》采访时说,"当纳斯达克开始增长并将自身与高科技产业紧密联系起来的时候,我们应该思考的是如何使投资者还继续选择美国证券交易所。"赛伦同时承认在20世纪80年代初期,美国证券交易

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所在竞争方面存在失职。

即使在那些最沮丧的日子里,美国证券交易所也一直保持盈利。尽管不像纳斯达克那样魅力不凡,也不像纽约证券交易所那样家底雄厚,但美国证券交易所在创新和新型证券方面仍然有一定的威望。回溯到美交所刚开始丢失新公司上市市场份额的时候,它就迅速开展了股票期权交易的业务。1975 年,当它第一年涉足期权市场时,美国证券交易所交易的期权合约数量达到了 3 500 000 美元。到了 1985 年年底,这一数字激增到了 48 600 000 美元。股票期权交易使得美国证券交易所保持了盈利,但到了 20 世纪 80 年代初,利润却时高时低。

在美国证券交易所成功的从主要的期权市场——芝加哥期权交易所抢得显著的市场份额之后,新闻日报在 1986 年将期权交易比喻为属于美国证券交易所皇冠上的宝石。就在同一时间,莫斯塔发明了一个叫做主要市场指数(Major Market Index)的广受欢迎的市场期权合约,它追踪和道琼斯工业平均指数类似的由蓝筹股构成的指数。

“说我们处于可怕的窘境可能是一个错误的陈述。”乔·斯特法尼利(Joe Stefanelli)如是说。他当时在美交所的期权业务部工作。在第一个 ETF 启动后不久,他成为了美国证券交易所负责衍生产品的首席副总裁。“就参加期权交易的人来说,我们做得绝对出色! 在那些日子里,美国证券交易所一直保持盈利。但是,做为一个交易所,我却不敢说我们在成长。但是,有一点是毋庸置疑的,众多的 ETF 使美国证券交易所名声大噪。”

在 1987 年股灾的前两年,股票市场一路高歌猛进,水涨船高。1986 年,在美交所新上市的公司增加了 39%,1987 年增加了 48%。在股灾之后的那一年,股票市场再次上演了下降的趋势。当股票业务萎缩的时候,期权市场却在蓬勃发展,这才使得美交所幸免于难。

布卢姆(Bloom)承认,“即使在它的巅峰时刻,美交所在股票和期权两个方面都是第二名,我们从来没有第一过!”

ETF 之父

其实,早在 20 世纪 70 年代中期,衰退的迹象就已经显露出来。随着股票上市数量的减少,美交所意识到它需要新的产品交易扩充业务。由

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于在期权业务方面取得了巨大成功,美交所决定进入商品市场。1977年,美交所雇佣了内森·莫斯塔做为商品期权研发部的负责人。

对于内森·莫斯塔来说,通往美交所的职业生涯之路是非常迂回曲折的。20世纪30年代,在芝加哥大学洛杉矶分校攻读物理学之后,莫斯塔到亚洲去推销隔音瓷砖。第二次世界大战期间,他做为非军职的科学家在海军的潜艇声学部门工作,并参与了声呐系统的研发。战争结束后,他又重新回到了隔音瓷砖行业,直到他做起了国际大宗商品交易员的工作。做为大宗商品交易员,1965年至1970年他在太平洋植物油公司任职,1970年至1974年在美国进口公司任职。1976年,接到美交所的邀请时,他正在华盛顿的商品期货交易委员会工作,职位是主席的技术助理,这一年他已经62岁了。

在大多数人已经退休的年纪,莫斯塔开始着手为美交所设计新的产品。他的第一个尝试就是建立美国证券交易所的商品交易所,这项工作仅仅持续了两年,1983年,莫斯塔就发明了主要市场指数。

1988年2月,当证券交易委员会的报告出台的时候,莫斯塔已是一位74岁却又充满活力的老人。莫斯塔利用其在商品方面的背景,为股票市场注入了一种新的思维方式。布卢姆回忆起莫斯塔对产品研发团队的问话,"我们为什么不能在证券行业里创造出一种仓库收据,这种收据以构成指数的基础股票为依托,却像一股股票那样去交易!"

仓库收据的概念来源于商品世界。股票和债券完全是纸质的,它的基础就是公司的承诺以及投资者对该承诺的信心。与此不同,商品都是有形的物体,如猪肉、稀有金属或者原油,这种有形的商品是要占用一定的空间的。拥有有形的商品,就需要对商品进行存储,如可以储存在仓库中。

商品合约代表了一篮子特定的商品。一笔典型的期货交易合约就是商品的投资人承诺在未来的某一特定时间、以特定的价格买卖某种商品。如果假设期货合约约定在6月21日买入100桶原油。在期货到期之前,投资者必须进行平仓的操作。否则,投资者将真的拥有这些石油。如果这种情况发生,投资者在出售这些石油的时候不仅要支付卖出成本,还要支付运输成本和储存成本。仓库收据就记录了商品储存的地点、期货合约的价值、合约的到期日和交易价格。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于期货和期权的换手率非常高,很多人的持有时间非常短。这样就容易理解商品交易员为什么只是交易仓单而非背后的具体商品。

“你储存了某种商品,并且拿到了仓库收据,那么就可以利用仓库收据进行融资,”莫斯塔在几年后的一次采访中说道,“你可以卖掉它,也可以利用它做很多其他的事情。由于你不想一直来回转移货物,所以你将货物存贮在某个地方,然后只需简单的转让仓库收据。”

莫斯塔曾经做过商品交易员,他对这个概念非常的熟悉。他惊叹为什么市场没能创造出一个基于一篮子股票的仓库合同。

“我们意识到,那段时间里,在上市方面我们做得最好的就是为大众汽车上市,”布卢姆说,“但是,我们自己却可以创造出像法拉利一样的产品,如标准普尔存托凭证(Spider)。我们意识到,通过为美交所创造新的产品,我们可以使它重受欢迎。”

“这就像20世纪60年代约翰·肯尼迪总统准备挑战太空、实现人类登月一样。”布卢姆曾开玩笑地将莫斯塔的想法做了这样的比喻。无独有偶的是,这两项事业的发展真的花费了几乎同样长的时间。交易所花费了六年的时间才解决了证券交易委员会设置的所有障碍,包括法律上的、操作上的以及市场结构上的。

费城率先出击

在证券交易委员会1988年2月的报告推出一个月后,费城股票交易所出其意料地第一个按照报告的要求开发出了产品,这使得美交所大为震惊。费城股票交易所成立于1790年,比纽交所还早两年,是全美最古老的证券交易所。和美交所的问题一样,它也面临着业务的流失。

在之前的四年里,费城股票交易所一直致力于研究可以参与整个股票市场变化的单一的投资工具。1988年3月,费交所开始申请新产品的交易许可,即现金指数参与合约(Cash Index Participation contracts)或者叫CIPs。CIPs被设计成允许投资者像单只股票那样交易的股票指数。CIPs包含的股票与指数中包含的股票及权重都是一样的,目的是使它没有期限并且可以依据指数中的股票分配红利。

最初的两只CIPs产品是期权结算公司发起的。它们追踪的是标准普尔500指数和与道琼斯工业平均指数类似的一个投资组合。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现在,我们再回过头来看美交所。据布卢姆说,CIPs 产品的开发使得其手头的仓单项目马上暂停。内特·莫斯塔(Nate Most)要求整个产品开发部门转而研究指数参与工具。

两个月之内,美国证券交易所和芝加哥期权交易所同时向证券交易委员会备案了类似的产品。美交所的产品是股票指数参与工具(Equity Index Participations,EIPs)。“被设计成允许投资者通过单一工具实现对整个股票市场指数的长期持有”,美交所这样介绍它的产品。EIPs 同样也是每季度发放红利。

芝加哥期权交易所的产品被称为价值指数参与产品(Value of Index Participations, VIPs)。据那时的文件记载,VIPs 产品也是“被设计为允许投资者参与到构成指数的股票组合的表现中来”。与现金结算的指数期权相比,这个产品可以从较低的交易费用中获益。根据芝加哥期权交易所的陈述,VIPs 产品也是没有到期日的,持有 VIPs 产品的股东也可以得到与持有对应股票组合相等的红利。

从表面看,这三个产品与 ETF 非常相似。实际上,这三个产品的交易费用不仅比普通的共同基金低,而且比类似的 ETF 也低,因为这些产品并不持有任何有形的股票,只是做空一方对做多一方的一个承诺。除此之外,根据《商业周末》在 1989 年的报道,经纪公司对这三个产品采用了与期权一样的收费标准,将交易成本大约降到买卖股票的 90%。

很快,就有人不满了!

一个月之后,1988 年 6 月,全球最大的期货交易所芝加哥商品交易所和全球最古老的期货期权交易所芝加哥期货交易所,正式向证券交易委员会提出了抗议。他们认为指数期货只能在他们的交易所里交易,他们不希望看见可能发生的竞争。他们指出,这些新产品并不是证券,只是伪装得很好的股票指数期货,既然是指数期货,那就必须在他们的市场上交易。基于此,他们认为对这个新产品的监管应该属于商品期货交易委员会,而非证券交易委员会。

到了 1988 年 12 月,各方已经开始争执不休了。

“指数参与型的基金应该被认定为基金产品!”

“这些商品属于期货,应该由我们来监管!”

“我们需要 12 个月到 18 个月的交易 CIPs 的垄断期!”

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资公司协会、共同基金行业交易组织，商品期货交易委员，费城交易所分别表达了自己的想法。

证券交易委员会拒绝了商品期货交易委员会的主张。1989 年 3 月 14 日，这些有争议的产品全部获得了批准。就在同一天，两家期货交易所，芝加哥商品交易所和芝加哥期权交易所，将证券交易委员会告上了法庭。

1989 年 5 月 12 日，在期货市场的一片反对声中，费城交易所和美交所开始了他们各自的指数参与型产品的交易。第一天，美交所的 EIPs 产品交易了 42 595 份合约，而费城交易所的产品 CIPs 只交易了 545 份合约。美交所宣称，在过去的 20 年中，任何一个新的衍生证券都没有达到 EIPs 那么大的首日交易量。芝加哥期货交易所的 VIPs 产品一直没有面世。

费城交易所对于 CIPs 没有 EIPs 那么受欢迎的事实非常恼火，于是在一周之内，起诉美交所违反了其著作权。

“他们只是复制了我们的产品。”费城股票交易所的主席尼古拉斯·佐丹那（Nicholas Giordana）随后在接受商业周末的采访中提到。

当然了，布卢姆也承认美交所利用了费城交易所的产品作为其开发 EIPs 的基础。但是，他补充道，美交所的工作人员进行了大量的改进，从而将产品向前推进了一大步，使其具有了实际交割的特征。CIPs 只是归还现金，而不包括股票，EIPs 却同时可以提供两者。如果投资者持有 EIPs，那么在他平仓的时候，就会从做空 EIPs 的一方得到一篮子股票。这种类似于一篮子现金的一篮子股票的交易正是创建 ETF 的基础。

不幸的是，这种指数参与型产品来也匆匆、去也匆匆。

1989 年 8 月 19 日，美国上诉法庭的第七巡回上诉法院裁定证券交易委员会把指数参与型产品叫做股票涉及越权。法庭驳回了证券交易委员会对新的投资工具发放的许可证，并宣布指数参与型产品应由商品期货交易委员会监管。然而，每一家期货交易所都有股票指数期货，因此没有任何一家交易所愿意让指数参与型的产品上市。

因此，股票交易所不得不停止这些产品的交易。同月，随着其在股票交易所的退市，指数参与型的产品夭折了。

“这分明就是证券监管者和商品监管者之间争夺地盘的斗争。”《金

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融时报》曾这样评价这场诉讼,并为新的产品感到惋惜。《金融时报》认为,"它们之所以被停止交易,不是因为产品本身的问题,也不是因为它们没有满足投资者的需求,从本质上看,法庭禁止交易的决定基于证券交易委员会和商品期货交易委员会长久以来关于管辖范围的争论"。考虑到法庭是在芝加哥市(商品期货交易委员会所在地),因此对于这一结果大家也就并不感到太意外了。

虽然指数参与型的产品仅仅存活了三个月,但在这段短暂的时间里,市场却显示出了对这类产品巨大的偏好。这之后又历经了四年时间,第一只 ETF——标准普尔存托凭证才被创造出来。

卷土重来

据斯蒂芬·布卢姆说,在 EIPs 退市之后,美交所产品研发团队重新开始了仓单产品项目的研发。与费城交易所的 CIPs 相比,EIPs 取得成功的一个最大的优势就是,CIPs 只能通过现金补偿,而 EIPs 则可以同时以现金和实际交割指数中包含的股票来补偿。美交所的团队意识到,EIPs 之所以比 CIPs 更受欢迎,就在于它的这一特性——可以以股票形式补偿。

"基于此,我们意识到要有一个包含股票的追踪指数的组合,"布卢姆说。

因为 EIPs 不真正持有股票,所以它比 ETF 要便宜。没有股票,就不需要管理人持有基础的证券,也不需要组合管理人保证持有的股份准确的追踪指数。因此,就不会发生管理费用。

EIPs 是卖家承诺根据指数的表现对买家进行支付,该支付以卖家在清算公司的存款作为保证。因此,美交所的团队决定对仓单的产品实行足额的抵押。这意味着,仓单以实际的股票作为担保,这一特征使得仓单成为了一项安全的投资。这项措施使得该产品也为只投资完全抵押的投资者所接受,从而大大扩展了产品的潜在投资者队伍。然后,证券交易委员会建议美交所的团队,该产品在单位投资信托的框架下比在共同基金的框架下更方便。(关于单位投资信托的概念,见第 3 章)

为了选择一家好的银行,莫斯塔和布卢姆开始在华尔街的托管银行中踩点。托管银行对现金和股票提供托管和处理服务,也提供短期证券

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

借出服务。正如装商品的仓库一样,托管银行就是储存基金中股票的仓库,因此,选对银行是非常重要的。ETF 股份,或者是仓单,都代表了托管人保管的一定数量的股份。另外,和共同基金不同,由于选择了不需管理的单位投资信托的形式,因而也就不存在资产管理人。因此,托管者在 ETF 中的角色比在共同基金中的角色要重要得多。

四家托管银行对这个项目表现出了兴趣,它们分别是:道富银行(State Street),纽约银行(the Bank of New York),银行家信托(Bankers Trust)和摩根信托(Morgan Guarantee)。

竞争是十分激烈的——富国银行(Wells Fargo)创造了第一只指数基金,是行业中的领头羊;即将成为道富银行全球顾问的投资管理层,经营着美国最主要的标准普尔 500 指数基金的一部分;纽约银行在单位信托投资方面也属于业内的精英。

富国银行没有获胜希望的原因是很古怪的。归结起来就是钱!当然,在华尔街这是无可厚非的。钱成为争论的焦点,不是因为富国银行要价太高,而是因为美交所认为和他们谈生意的费用太高了。纽约银行、银行家信托和摩根信托都位于华尔街上。道富银行位于波士顿。而富国银行却在旧金山。布卢姆回忆道,富国银行之所以出局的简单却残酷的原因就是到西海岸的机票太贵了。

“我们没有到富国银行去,也没有和他们进行接触,因为如果我们最终和他们合作,到旧金山的机票是非常昂贵的。”布卢姆说道,“并不是美交所承担不起这些费用,只是在我们看来没有必要。在如何利用资源上我们是非常谨慎的。我们认为没有必要为了见他们而花费额外的费用。”

具有讽刺意味的是,富国银行的指数业务随后被基金公司巴克莱全球投资者收购。巴克莱全球投资者的 ETF 业务之一——iShares,如今仍是业界的翘楚。人们不禁去猜测,如果富国银行当年参与了第一只 ETF 的上市,如今这个产业的格局又会怎样?

莫斯塔和布卢姆先去了纽约银行。这两家机构相距不远。纽约银行就坐落在宽街和华尔街的街角,与美交所隔着三一教堂墓地遥遥相望。他们本也可以直接通过电话联系的。

美交所的代表告知纽约银行的工作人员,他们正在创造一种上市的产品,该产品是基于标准普尔 500 指数的存托凭证。纽约银行产品部门

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

先派了一个人来看了一下,得出的结论是"这是一个单位投资信托"。纽约银行的单位信托业务在那时就很强大,到 2007 年,它的市场份额达到了 98%。

接着,纽约银行单位投资信托的团队又来看了一下这个产品,他们的结论是"这不是真正意义上的单位投资信托,由于它将在交易所上市,它更像是一种存托凭证"。于是他们又把产品的草案送到了美国存托凭证部门,美国存托凭证是一种在美国交易的外国股票。美国存托凭证部门认为这是本国股票,而不是外国股票,于是又把这个产品推给了共同基金部门。共同基金部门研究后的结论是,它不是一种基金,而更像是单位投资信托。转了一圈,又回到了原点!

"这个产品看起来非驴非马,"约瑟夫·基南(Joseph Keenan),美林纽约银行的运营总监说道,"我们不同的业务部门之间都是独立的,对这个产品我们有太多的困惑,以至于搞不清楚它到底属于哪个部门。我们花了几周的时间把握这个产品,不幸的是,当我们开始弄清楚它的时候,一开始就清楚了解对方要求的道富银行,已经拿到了授权。"

就这样,道富银行胜出了。

莫斯塔和布卢姆认为道富银行是一个理想的合作者,不仅仅因为它是一个大的指数持有者,还因为该行指数部门的管理者。1990 年的上半年,美交所的两位代表飞到波士顿去会见道格·霍姆斯(Doug Holmes),道格·霍姆斯时任美国被动股权投资部门的头头,随后成为了大名鼎鼎的道富银行全球顾问。他敏锐地发现了这个产品的潜力,并对加入到这个项目中表现出了极大的热情。

"他们需要一些管理指数基金的经验。我对他们提出的概念很感兴趣。我意识到这不仅仅是一个投资组合管理的问题,就机构而言,它涉及到道富银行的托管和其他服务部门。"现任瑞德克斯基金战略顾问的霍姆斯这样说道。霍姆斯召集了每个部门的同事,并将他们介绍给美交所的代表。

霍姆斯非常清楚莫斯塔和布卢姆想要传达的概念。他不但为设计产品作出了贡献,而且在全行积极推广产品,为它的成功立下了汗马功劳。

在接下来的三年里,道富银行和美交所要做的是,使证券交易委员会满意这个构思。由于没有先例可循,这个过程是漫长而又坎坷的。耗费

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如此漫长时间的一个重要原因就是,要把 ETF 建立成符合《1940 美国投资公司法》(简称《1940 法》)的投资公司的形式,而不是类似期权一类的产品。他们希望 ETF 的股份像封闭式基金的股份一样在交易所交易,但却不需要有固定的股份数。他们希望以共同基金的方式创造和赎回无限数量的股份。但是共同基金的股份并不在交易所交易。最终,为了使 ETF 以共同基金的方式运作,研发团队列举了一系列不符合《1940 法》的例子,他们也需要突破《1934 年证券交易法》规定的证券卖空等限制。

在这段时间,其他交易所也没有闲着。三个一篮子证券的产品相继问世。

在指数参与型的股票退市几个月后,纽约证券交易所就响应证券交易委员会的号召,推出了叫做交易所股票投资组合的产品(ESP)。同时,纽约证券交易所确保新产品属于证券类,而不是类似期货。这期间推出的三个篮子型的产品包括标准普尔 500 指数的所有股票,在 1989 年 10 月开始交易。和美交所一样,纽交所也意识到产品必须真实持有指数中的股票。但是华尔街的证券公司却并不买账。

ESP 虽然看起来很像是 ETF,但是他们之间却有一个巨大的区别,那就是价格。ESP 的最小交易量是 5 百万美元。在上市的第一天,ESP 仅交易了 9 张合约,也就是 4 500 万美元。美交所将 ESP 的客户群定位为大型的金融机构,所以其交易量一直萎靡不振,最终该产品由于缺乏必要的流动性,在两年之后夭折了。然而,ESP 对 ETF 的贡献却是至关重要的,它免除了证券交易提价规则的限制。该规则要求卖空证券采用的价格必须高于之前交易的价格。ESP 消除了这一交易障碍,使得证券可以以较低的价格卖空。

1990 年 3 月,多伦多股票交易所上市了多伦多 35 指数参与单位(the Toronto 35 Index Participation,TIPS)。TIPS 追踪多伦多交易所的 35 指数,该指数包含加拿大最大的 35 家公司,随后追踪多伦多交易所 100 指数(the Toronto Stock Exchange 100 Inedx,HIPS)。一些观点认为这是世界上首只真正的 ETF;而 Spider,是美国的第一支 ETF。虽然这两只产品很受加拿大机构投资者的欢迎,但是却没有得到多伦多交易所的有力支持。他们没有抓住个人投资者的想象力,因此增长态势也没有保持太长时间。一个重要的区别是,TIPS 和 HIPS 都是类似单位信托投资的产品,他们只

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

负责买卖对应的股票。因此,他们不涉及股票的转移,而这一点对于 ETF 在美国的成功是至关重要的。Spider 把这类产品向前推进了一步,并且通过把责任转移给外面的交易商而降低了支出。在 2000 年 3 月,TIPS 和 HIPS 合并演变为 S&P/TSE 60 iUnits ETF,由巴克莱全球投资者运营。

超级信托(the Super Trusts)也叫做超级份额(Super Shares)在 1992 年问世。他们也是基于标准普尔 500 指数的篮子型证券。超级信托通过使证券交易委员会同意其更多的免受《1940 法》的限制,从而与 ETF 更加接近。但是超级信托却有两个明显的缺憾。一方面,它是由一家叫做 Leland, O'Brien & Rubenstein(LOR)的风险投资公司开发的,该公司恰巧有着不良的前科。在 1987 年股灾之前,这家公司售出了一种叫做组合保险的产品。组合保险希望通过采用交易程序的策略在市场下跌时保护投资者。这种策略要求买卖交易、或者止损交易进入一个计算机系统。如果股票的价格低于卖单的价格,系统会自动地卖出股票。然而,在股灾中,组合保险不仅没有起到保护投资者的作用,反而使情况变得更糟。正是由于它,使得正在下跌的市场中充满了大量的卖单。很多人因此指责 LOR。因此当 LOR 将超级信托称为保护组合产品推向市场时,投资者持谨慎态度。另一方面,除了不良的声誉使营销不利外,该产品的使用也是非常复杂的,基于这两个原因,本书不再过多介绍该产品。

要知道,从证券交易委员会获得豁免是非常困难的。而美交所的新产品比之前类似的产品需要更多的豁免,有些甚至是从未被授权过的豁免。美交所因此雇佣了全美顶级律师事务所 Orrick, Herrington &Sutcliffe 的合伙人山姆·斯科特·米勒(Sam Scott Miller)。

"很多同事劝我放弃该项目,因为要从证券交易委员会获得豁免几乎是不可能的。"米勒说。但他却坚信自己的要求非常合理。时任证券交易委员会共同基金最高监管者和投资顾问的玛丽安·史密夫(Marianne Smythe)同意米勒的观点。史密夫明白米勒要的是什么。但是证券交易委员会的公司金融部门却得出了不同的结论,他们认为最小申购赎回单位的设置使得交易商扮演了承销商的角色。每次当证券交易委员会对产品提出异议的时候,美交所的产品团队都要卷土重来。

"证券交易委员会的这个结论不是没有道理的,"米勒说道,"我和美交所都很担心,作为一名承销商要承担的责任可能会吓跑很多要参与进

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来的交易商。怎样才能使交易商对标准普尔存托凭证的最小申购赎回单位进行拆分却又不被认为是承销商?”我们花了很多时间在探讨这一问题,可谓是台上一分钟,台下十年功。最终,募集说明书中的仅仅一小段在法律上就花费了一百万美元。

和米勒一起为争取豁免工作的是两位年轻的女律师:泰瑞·史密斯(Terry Smith)和凯瑟琳·莫里亚蒂(Kathleen Moriarty),凯瑟琳由于贡献巨大,被授予了蜘蛛女的绰号。米勒形容这项工作就是要把一个简单的概念硬塞进《1940 法》中,而这项法律是在没有任何与 ETF 类似产品的环境下制定出来的。他说这是一个以退为进的过程,两步向前、一步向后。

“在证券交易委员会有异议之前,我们自己到底可以走多远。”霍姆斯说道,“我们知道不能在这里花费太多的时间,因此有些决定就是为了让我们自己认识到,在已有产品的基础上,我们能做的也只是这样了。”

为了使产品比指数基金便宜,美交所项目组又招募了会计团队来帮助设计出在税收方面最有效率的产品。

“完善的交易程序、有效的税收政策,这两个方面我们都要做到,”2000 ~ 2005 年就职于美交所 ETF 部门的鲍勃说,“缺少任何一项,这样的产品都不可能脱颖而出,而这两个方面都是非常重要的。”

正因为此,他们与先锋 500 指数基金——全球最大、最著名的指数基金的肉搏战也就就此展开了。

先锋 500 指数基金也是以标准普尔 500 指数为基础的,它收取 0.2% 的费用。那么,ETF 就不能更贵,这是 ETF 在管理费用方面的第一个目标。

霍姆斯说当证券交易委员会认为 ETF 应该是单位投资信托的形式时,项目研发团队正好也很喜欢这个主意。因为,与共同基金不同的是,单位投资信托不需要资产管理者和董事会。这两项正好可以降低 ETF 的成本,而研发团队所希望的就是尽其所能降低成本。单位投资信托形式的一个有趣的属性就是有限的生命周期。尽管最初设计 ETF 要在 25 年之后清仓,然而,最终研发团队成功地将生命周期延长到了 125 年。

没有最低买入额限制——这是 ETF 与先锋 500 以及其他的原始产品相比最大的优势。先锋基金要求最低初始投资额为 3 000 美元。不幸的是,ETF 也有巨大的缺陷。它必须通过股票经纪商才能卖出,因此每一笔

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易都涉及到佣金。先锋500一直是以资产净值出售。投资者不必为投资支付额外的费用,红利再投资也是没有成本的。虽然如此,当产品最终面世时,道富银行和美交所依然信心十足,因为他们认为自己创造出了一个伟大的产品。

标准普尔存托凭证的创立

1993年1月29日这一天,交易者一进入美国证券交易所的交易大厅,就会发现天花板上悬挂着一个九爪的充气蜘蛛人。在喧闹的鼓乐声中,美交所全资拥有的附属机构——SPD服务机构,启动了标准普尔存托凭证(简称SPY)的交易。道富全球投资顾问作为受托人和管理人,直到今天也未曾改变。基金持有标准普尔500指数所包含的500种股票,基金持有股票的权重与指数的构成也完全相同。由于它的英文缩写是SPDR,因此它的昵称也叫蜘蛛人(Spider),通常也利用它的简称拼做Spyder。

标准普尔存托凭证的启动可谓波澜不惊。开盘价采用1月28日标准普尔500收盘价的十分之一,也就是43.87美元,收盘时上涨了7美分,达到了43.94美元,涨幅超过0.1%。当日的交易量超过了1百万股。

美交所和道富银行对这一结果非常满意。多年来他们一直宣称没有人会投资于标准普尔存托凭证的批评进行斗争。而如今,他们对自己的产品能和共同基金竞争的热情和信心终于被证实了。但是好景不长,在那一年的后半年,不断下降的交易量却使他们失望透顶。

先不要扯的太远,我们先回到第二个交易日。在这一天,标准普尔存托凭证的价格攀升到了44.25美元,但是交易量却掉到了480 500股。第三个交易日,交易量继续下跌,只有201 300股。到了2月11日,交易量萎缩到了19 500股。

"是否应该退市?"交易量下降的如此之快,以至于在面世三个月后,美交所就考虑到了退市。尽管在这个产品上花费了大量的时间和资源,但实际上管理的资产却并不多。

"一些人认为这个产品在推出阶段可能就夭折了,"布卢姆感慨道,"1989年5月,指数参与型产品的推出都比标准普尔存托凭证要成功。"

面对这样的危机,美交所也没有干坐着。1993年4月,美交所的官员组建了一个由布卢姆和营销副主席杰伊·贝克(Jay Baker)组成的应急

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小组。他们的任务就是设计出一系列的营销方案挽救SPDR,使其免予被清盘。在确认了该产品所能提供的所有好处和对投资空间的贡献后,他们执行了一个营销方案,该方案在今天仍然是ETF该如何被出售的脚本。在那一年剩余的时间里,布卢姆和贝克不辞劳苦地走访了主要的金融机构和电讯化的经纪公司,劝说他们推销新产品。

“证券服务机构不愿意交易,因为它不属于股票!共同基金不愿意销售它,因为它没有折价!!期权交易机构对它没兴趣,因为它不属于期权!!!”布卢姆说道,“它似乎有点格格不入,我们只好逐个地去拜访主要的经纪公司,询问他们怎样才愿意销售我们的新产品。”

“我们之所以不愿意交易是因为没有手续费,我们赚不到钱。”几家大的经纪公司如是说。“他们没有销售我们的产品的动力,”莫里亚蒂回忆道,“但是,最终人们开始自己到在线折扣经纪商那里购买份额,此时大的经纪商才愿意正式交易它们。我喜欢SPDR,因为华尔街上的人总是说只有营销才能够创造出成功的产品,但这显然不是事实,我们的产品就是一个特例。”

没过多久,SPDR就取得了令人难以置信的成功。1993年年末,SPDR管理的资产规模达到了5亿美元。这一年的基准指数只上涨了7%,SPDR也进入了与全球最大的指数基金白热化的竞争之中。

毫无疑问,SPDR对于日内交易者和零售交易者是非常重要的(占到整个交易量的15%左右),但是,你一定可以想到,它更大的潜力在于它成为了很多大投资者现金管理的备选工具。SPDR投资银行的销售一方把它作为交易活动中的对冲工具。不久投资组合管理者,包括很多共同基金,也开始利用SPDR来跟踪市场并规避提现。

共同基金经理通常都会在组合中持有少量现金。通过这种方式他们可以快速应对投资者赎回资金,而不必出售持有的部分资产。因为出售资产的行为会损坏投资组合的构成,通常资本利得也要支付相应的税收。但是另一方面,持有现金却会降低收益。当市场上的价格回稳时,组合中股票的价值会上升。但是现金的价值却不会改变,从而拉低组合的收益率。而有了SPDR以后,基金经理再也不用面对这样两难的困境了。他们可以在每个交易日开始的时候把资金投向SPDR以捕捉市场的变动,在收盘的时候再卖掉SPDR拿回现金应对投资者的赎回。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

虽然 SPDR 得到了市场的认可,但美交所和道富银行为了进一步吸引小型投资者的注意,还是花费了不少预算之外的宣传费用。这也使他们度过了一段艰难的时期。“甚至在五年之后,他们仍然把 SPDR 当做一个新的投资工具来宣传。”霍姆斯说。

新行业的诞生

标准普尔 500 指数是市场指数中的精英,因此产品研发团队很有信心追踪该指数的 ETF 会大受欢迎,但是却从未敢奢望过这个行业会在他们的手里发展壮大到如此的规模。

当然了,这是团队努力的结果。无论美交所还是道富银行,都为 ETF 的成功作出了巨大贡献。在面对这份成功时,他们意识到没有任何一个人可以独享这个概念带来的荣誉。当他们为这个概念申请专利的时候,莫斯塔、布卢姆和霍姆斯被并列为发明者。他们雇用了外部顾问来对这个产品是否能申请专利进行评估。但是,所有律师的建议是:这不具可行性,你怎么可能为一个商业过程申请专利!

“最终我们决定不在专利权上纠缠了,但是美交所还是坚持 SPDR 发明人为三个人。”布卢姆说,“我们尝试过为我们的方法申请专利,但在当时却被告知不具可行性。可是在之后,知识产权领域取得了重大的进展,如果 SPDR 是在 2007 年申请专利,而不是在 1993 年的话,我们有可能得到专利权。”

虽然申请专利的失败,对于美交所和三位发明者来说是经济上的一种损失,但他们的成就却为他们在金融史上留下了一席之地。1995 年,莫斯塔退休,布卢姆也转到了美交所的其他部门。ETF 从那时开始了自己的新生命。每一个 ETF 从本质上说都是 SPDR 的衍生物。新进入这个行业的人对产品都作出了调整,但是莫斯塔、布卢姆和霍姆斯最原始的设计仍然是每一个 ETF 的基础。由于不能申请专利,其他人就很容易复制该设计。实际上也就相当于公开地邀请其他公司设计更多的 ETF。

这个模式和你所熟知的 PC 行业所发生的情况是十分类似的。当个人电脑在 20 世纪 70 年代晚期问世的时候,对于普通的商人和个人来说,高昂的价格令人望而却步。但是没过多久,全球最大的电脑厂家 IBM 生产出了第一台 PC 机。IBM 没有对专利信息保密,通过公开技术,更多的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

软件生产企业可以更容易地设计出应用软件,也给了更多人购买计算机的理由。这个理念的成功是历史性的,它引发了个人电脑产业巨大的发展。现在几乎每一个行业的每一个雇员、每一个美国家庭都拥有计算机。

虽然 IBM 的设计成为了 PC 领域广泛采用的模式,但是就 IBM 自身来说,这却并不是一个明智的决定。因为,在专利信息被公开后,竞争者就可以简单的复制并用更少的钱生产计算机。最终,IBM 发现自己的计算机业务并不赚钱,只好将其出售。

与 IBM 不对设计收费激发了计算机产业的巨大发展一样,新 ETF 的发行者不必为使用 SPDR 的设计而支付版税的事实也消除了可能会阻碍这个行业非凡增长一大门槛。如果 SPDR 的设计者申请专利成功,并且为使用设计方案收取版税,那么这种额外的费用将成为新进入者的障碍。因为 ETF 的定位就是一个与指数基金竞争的低成本产品,而专利权的壁垒很可能阻止 ETF 发展成今天的规模。由于产品设计免费,新发行人的进入障碍就低,最终也导致了更多的 ETF。

讽刺的是,一家由两个年轻的交易商经营的叫 Mopex 的公司在 1995 年为"开放式共同基金证券化过程"递交了专利申请。在那时商业过程已经可以申请专利了,Mopex 公司在三年之后得到了专利权。然后 Mopex 要求美交所和其他活跃参与 SPDR 交易的公司支付版税。这家小公司要求依据交易量征税,这每年将给它带来 2 000 万美元的收入。

"在 SPDR 上市交易后,这两个家伙找到了莫斯塔,向他询问整个事情是如何运作的。"莫里亚蒂说,她当时是全美主要的 ETF 的律师之一。"然后他们就申请了专利。由于当时的专利官不熟悉金融过程和产品,他们竟然获得了专利。在决定给 Mopex 颁发专利的时候,官员们并没有查看已有技术和金融市场的情况。Mopex 起诉了每一个参与 SPDR 的机构并且宣称'只要有一百万美元我们就非常乐意颁发许可'。参与交易的 20 家企业中有 19 家付了钱,除了美交所。美交所有各种理由上诉,他们也确实这么做了,并且赢得了诉讼。整个事情就是如此的荒谬。"

由于在专利权出来之前 SPDR 就已经交易了很长时间,格雷·加斯蒂诺(Gray Gastineau)—— 美交所产品研发部莫斯塔离开后的继任者,认为 Mopex 的行为无异于敲诈。美交所与 Mopex 公司在 2000 年互相起诉了对方。三年后,一位联邦法官宣布 Mopex 的专利无效,这其中一个重要

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的原因是,美交所的塔尔说他曾经帮助摩根斯坦利创建了作为上市证券的最优组合(OPALS,Optimized Portfolios as Listed Securities)。

人们所熟知的 OPALS 产品,就是摩根斯坦利在 SPDR 上市后不久在卢森堡上市的类似 ETF 的产品。虽然该产品只在欧洲出售,但是 OPALS 却引进了 ETF 最优化的概念。OPALS 不是持有构成指数的每一种证券,它建立了紧密跟踪目标指数的一篮子证券,而不是完全复制指数。它也通常被认为是摩根斯坦利的第一只美国 ETF——世界股票基准份额(World Equity Benchmark shares)的蓝本。

再度出击

1990 年,当莫斯塔和布卢姆第一次把 SPDR 的想法带到纽约银行的时候,纽约银行表现出了极大的热情。但不幸的是,它的员工不像霍姆斯的员工那样能慧眼识金,并且最终错过了这一机会。

"我们明白了自己的错误,并且投标参与第二只 ETF。"美林纽约银行美国基金服务部门经理基南说。美交所认为不应该依赖单一的受托银行。"它们决定转移风险和其他人合作,我们其实就和美交所隔街相望,而且在其他的领域与交易所保持了很好的关系,于是他们就询问了我们。"

证券交易委员会只用了一半的时间就解决了第二只 ETF 的瑕疵。中盘股标准普尔存托凭证(简称 MDY 或中盘股 SPDR)在 1995 年问世。它追踪的是标准普尔中盘股 400 指数,该指数自称是在中盘股中最为广泛采用的指数。该指数从 1991 年开始运行,包含的 400 家公司的规模从 10 亿美元到 55 亿美元不等,涵盖了美国股票市场的 7%。

在中盘股标准普尔存托凭证上市的第一天,交易量为 55 800 股。第二天却只交易了可怜的 3 000 股。那一年接下来的日子交易一直不温不火,虽然偶尔火爆但大多数交易量也都在 10 000 股以下。最低的日交易量只有 600 股。

谜局

SPDR 虽然记录在《1940 法》中,但是却采取了单位投资信托的模式。由于没有董事会和资产管理者,所以它比共同基金要便宜,但是限制也更多。为了突破这些限制,接下来 ETF 团队想把它创造成开放式基金而将

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其向前推进一大步。作为开放式基金,管理者可采用的赚钱的方式就更多了。这些 ETF 比 SPDR 更接近共同基金。由于这是一种新的投资公司类型,因此一共花费了三年的时间开放式基金才被投向市场。

在共同基金模式下,你可以将证券发放的红利进行再投资或者买更多的股份。在单位投资信托中却不能这样,红利不能用来购买任何东西,哪怕是国库券。从单位投资信托得到的股利不能赚取利息,也不能再投资获得更多的股份。虽然份额不是很大,但却只能将其束之高阁,从而在费用上拖累业绩。单位投资信托也不能借出股份。共同基金最多可以借出其投资组合的 30% 并向借入者收取费用。这是降低基金股东成本的非常重要的方式。但是 SPDR 和中盘股 SPDR 却不能这么做,因为它们属于单位投资信托。

与单位投资信托相比,共同基金的另一个优势就是有资产管理者。当单位投资信托被创立的时候,它购买了与指数一样的资产组合,没有期货,也没有其他衍生品。但开放式基金却没这么严格。对开放式基金来说,资产管理者不需要完全的复制指数,并且可以忽略那些基金一旦购买价格就会飙升的小股票。它可以利用期货和期权来获得收益。导致这个行业蓬勃发展的最可能的原因就是资产管理者使出资人从基金中赚到了钱。

第一只开放式的 ETF 也是第一只国际性的 ETF。1996 年 3 月,摩根斯坦利在美交所上市了 17 只世界指数基准份额,简称 WEBS。在美交所,SPDR 与 WEBS 同时运行良好。WEBS 给投资人和资产管理者提供了一个全球性敞口的 ETF 的方式。SPDR 覆盖了大部分的美国市场,而 WEBS 则提供了跨越许多国家的指数敞口。

每一只 WEBS 追踪一个不同的国家。共 17 只的 WEBS 大约覆盖了欧洲、澳大利亚及远东地区摩根斯坦利国际资本指数追踪的 21 个国家的 90%,无论在当时还是现在该指数都是美国最常被采用的国际指数。这一指数刚好也归摩根斯坦利所有。对于一个美国投资者来说,他不再需要购买指数中包含的 21 个不同市场的近 2 000 只股票,只需购买 17 只国内的证券就可以达到同样的收益。这也使得个人投资者可以在美国的交易日内为外国的证券定价。过去,这项特权只属于机构投资者。

“这是革命性的!”摩根斯坦利开发 WEBS 的团队主管塔尔如是说。

一周之后,国家组合进入了市场。它由德意志银行美国分行发起,是

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在纽约证券交易所上市的第一只 ETF。与今天股票可以在很多交易所上市不同,那时上市是具有排他性的,如果在某一个交易所上市,就要在该交易所交易,开始交易就会产生交易量。每年的上市费用都是按照交易量支付的。因此,到一个新的交易所上市意味着该交易所交易量会增大,利润自然也会增加。原来的交易所利润自然就会减少。美交所开发 ETF 就是为了扩展上市资源、增加交易量,从而增加收益。如今纽交所也挤进这一曾经被美交所垄断的市场了。

WEBS 和国家组合,解决了证券交易委员会的很多监管障碍,为这个行业的发展作出了巨大的贡献。不仅仅因为它是第一支提供给美国投资者的国际 ETF,也在于它们允许借出股票和对红利进行再投资。而 SPDR 现在依然没能拥有这项权利。

"最初备案的时候我们在他们之前,"德意志银行该项目的运营总监约瑟夫·拉考特(Joseph LaCorte)说,"WEBS 去美交所上市,所以我们选择了纽约证券交易所来上市国家组合。由于纽交所缺乏 ETF 运行的经验,因此我们用了一周的时间确保它能正常运行后,才将产品推向市场。"

事实证明这是一个灾难性的决定!一个月之后,WEBS 就已经把国家组合远远地甩在了后面。WEBS 的交易量是德意志银行产品的 13 倍。

提前一周投入市场、更大规模的营销宣传,使 WEBS 迅速获得了领先者的地位,并且从未动摇过。WEBS 的经验告诉我们,第一个进入市场是非常重要的。与共同基金不同,没有必要同时存在追踪同一指数或部门的两只共同基金。

的确,国家组合一开始就没有与 WEBS 针锋相对。WEBS 包含 17 只证券,国家组合只包含 9 只。WEBS 追踪的是著名的摩根斯坦利国际资本指数,而国家组合在不同的国家追踪的则是不太出名的金融时报标准普尔综合精算指数。WEBS 通过将售出单位定为 1 000 美元来吸引个人投资者,而国家组合则将目标定为机构投资者,它的最低售出单位为 5 000美元。

随着投资者更加倾向于具有流动性的投资,已有的交易量引发了更多的交易量。虽然在 1997 年 1 月,国家组合管理的资产达到 2.4 亿美元,同期 WEBS 管理的资产也只有 2.5 亿美元,在运行了整整一年之后德意志银行还是停止了国家组合的交易。1997 年 3 月,国家组合正式退

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市,之后它就一直被嘲笑为是“国家棺材”。

“德意志银行不想参与ETF业务,”在关闭国家组合时跳槽到德意志银行的塔尔说,“在这一天结束的时候,德国人决定不再参与这种股份。他们喜欢主动的管理策略,认为拥有指数型的产品对公司是一种玷污。”

“从定价的观点看,它挑战了他们的主动管理基金,”拉考特说,“将美元转换成证券,公司的利润降低了。”

事实上,摩根斯坦利也不希望继续从事ETF业务了。

这是因为发起ETF并不能赚钱。美交所成立附属机构发行SPDR的时候,并没有收取费用,因为在《1940法》下发起人不能收费。比较典型的例子是,发起人通过其他的角色获得报酬,如基金顾问或销售商。但是基于几种原因这并没有影响到美交所。简单地说,少一项费用使得费率降低。当然这也不是美交所的目标。它没有愿望也没有资金去经营一家基金。它计划从上市和交易费用中获利,因此它并不关心从产品投入市场中获取收益。这成为了发起EIF原则的一部分。发起人没有收入,这对于交易所来说也许是可以的,但什么能激励投资银行发起ETF呢?

动力就是资产管理费用。毫无疑问,对于新的开放式ETF来说,最重要的特征就是它需要资产管理者。这为运营基金的公司提供了一种赚钱的方式。通过对运行ETF的华尔街的投资银行支付费用,也给了他们设立新基金的动力。

摩根斯坦利通过托管服务、借出股票、现金管理和交易WEBS赚了钱,ETF也帮助他们提升了国际指数。但是作为发起人,它并没有赚到钱,因为它不是资产管理者。经营机构指数基金的巴克莱全球投资者被雇用为资产管理者。它从中赚到了钱。就在国家组合退市后不久,摩根斯坦利决定将WEBS卖给巴克莱,这些WEBS最终变成了第一只iShares。

“我认为摩根斯坦利没有预料到ETF领域会变得如此壮大。”塔尔说。

新业务的建立

在SPDR运行第一年的年末,它管理的资产达到了4.64亿美元。这是个不错的成绩,但还不能说是重大的胜利。第二年,SPDR管理的资产下降了4 000万美元。但在这次下降后,从1995年到2000年,ETF管理的总资产每年翻一番。当然,SPDR占据了其中最大的份额。尽管在

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1996 年成立了 26 只国际 ETF,WEBS 和国家组合一共也只分去了 10% 的市场份额。直到 1997 年,SPDR 发行四年后,ETF 的业务才开始真正起飞。

1995 年,互联网行业的出现给美国的经济增长以巨大的冲击波,也大大地提升了标准普尔 500 指数。1997 年,后来被称为互联网泡沫的指数上涨正处在高潮期。随着主要的指数以相对稳定的速度屡创历史新高,个人投资者大量涌进了指数基金。

标准普尔 500 指数的收益在 1995 年是 34%,1996 年是 20%,1997 年达到了 31%,1998 年是 27%。随着指数击败了超过 80% 的共同基金管理者,越来越多的个人投资者开始相信约翰·博格尔(John Bogle)——第一个个人指数基金的创建者——的哲学。指数基金呈现出了爆炸式的增长。在那个年代的末期,他的先锋 500 基金成为了世界上最大的共同基金。

对于采取买入——持有策略的投资者来说,指数基金是非常杰出的。但是机构投资者却不喜欢将他们的资金锁定一整天。但是,他们很快发现了如何利用新的 ETF 产品,并非常热衷于此。尽管 1997 年并没有发行新的 ETF,但这个产业管理的资产却翻了近三倍。

它出现的正是时候! ETF 通过使得整个市场可以向买卖单一股票那么简单就能获得指数基金,它突破了《1940 法》的限制。产品研发团队将它的结构设计得也非常合理。结构上的优势在于很容易复制,不仅仅是股票,也包括其他的资产类别。更重要的是,它为简单的投资于资产部门(如商品和通货等)铺平了道路。每个人都知道如何买卖股票。

从概念上说,创建一只 ETF 只需要遵从以下几个步骤:(1)建立一个投资公司;(2)获得指数的许可;(3)将产品投放市场。现实中这个过程是比较缓慢的,因为证券交易委员会需要授予每个产品从《1940 法》中的豁免权。

“为了使很多事情合理,在第一阶段我们做了大量工作。”霍姆斯说。

发行 SPDR 时,在很多重要的结构性改进做完之后,布卢姆转到了美交所的其他部门,莫斯塔也退休了。柯利福德·韦伯(Clifford Weber),美交所三人研发小组的第三人,接管了支持该产品的工作。韦伯也掌管起了增加 ETF 上市数量的工作。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钻石基金闪亮登场

钻石基金是美交所的新挚友。在钻石信托的历史中最引人注目的就是,道琼斯工业平均指数的拥有者道琼斯,拒绝为其颁发指数许可。但是随着市场的膨胀,其他的指数编制者不断地将他们的指数授权给基金、期货和期权,《华尔街日报》的发行者意识到道琼斯正在放弃一种不需费力就可以得到的现金流。1997 年,有着 101 年历史的道琼斯公司第一次决定为它的工业平均指数颁发授权。

芝加哥期权交易所获得了基于道指的期权许可,芝加哥期货交易所则获得了期货许可。他们的产品在 1997 年被开发出来。但是最大的热情来源于新的 ETF。美交所在 1998 年 1 月 20 日赢得了许可,PDR(美交所成立的一家全资子公司)以单位投资信托的形式发行了钻石基金(代码:DIA),钻石的名称来源于道琼斯工业平均模型新存托股份的首字母缩写。

个人投资者可能不熟悉标准普尔 500 指数,但每个人都知道道琼斯工业平均指数。它一度是股票市场的代名词。钻石基金最初的定价是 77.81 美元,在交易的第一天就上涨了 1 美元。它是美交所交易量第三大的股票,1 700 万的交易量价值 1.35 亿美元。它甚至超过了 SPDR 上市第一天创造的 100 万的交易量。第一天收盘的时候基金管理的资产达到了 3 800 万美元。据美交所报道,第二天资产激增到了 1.6 亿美元。

蜘蛛恐惧症?

到现在,股票市场分为了新经济股票和旧经济股票。人们想要投资于增长的部门:科技、生物技术、电讯以及网络。人们渴望额外的增长而不希望被工业部门的股票拖累业绩,于是行业基金获得了蓬勃发展。行业标准普尔存托凭证在这种氛围下应运而生。

道富银行不仅仅满足于做托管人和受托人,他们希望运营 ETF。1997 年 11 月 22 日,道富全球顾问公司发行了一系列行业标准存托凭证。每一支都追踪某一特定行业指数的业绩和股利收益率。

行业标准存托凭证

原始基本工业,转变为材料行业标准存托凭证基金(代码:XLB)

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基本消费者服务,现在是健康护理行业标准存托凭证基金(代码:XLV)
常用消费品行业标准存托凭证基金(代码:XLP)
基本运输,现在是消费者自选行业标准存托凭证基金(代码:XLY)
能源行业标准存托凭证基金(代码:XLE)
金融行业标准存托凭证基金(代码:XLF)
工业行业标准存托凭证基金(代码:XLI)
技术行业标准存托凭证基金(代码:XLK)
公用事业行业标准存托凭证基金(代码:XLU)

行业标准存托凭证也和钻石基金一样,没有对市场造成很大的冲击。在上市的第一天,只有两只基金的交易量超过了10万股,分别是常用消费品行业标准存托凭证成交了149 000股,而技术行业标准存托凭证不仅在首日成交了290 700股,接下来的两个月更是超过了2 000 000股。工业行业股则备受冷落,全年只交易了600股。

婚礼的钟声

美交所希望保持独立的愿望在1998年宣告破灭。拥有纳斯达克股票市场的全美证券商协会决定在该年3月收购美交所。27年前才开始经营的这家电子市场的小联盟如今已经变成了一个大佬,使得拥有87年历史的美交所在竞争中举步维艰。

除了股市泡沫的那几年,美交所的股票业务一直在稳步下降。美交所虽然衰落了,但却并未出局。它的期权业务在20世纪90年代获得了巨大的发展。但是正如美国证券交易所的首席执行官理查德·塞伦在1997年9月对《华尔街日报》解释的那样:"期权业务对美交所的成员公司来说更有利可图,而交易所本身在股票业务上更有赚头。"在美交所的全部661个会员中,有三分之一只交易期权。

受纳斯达克高科技公司和纽约证券交易所蓝筹股的双面夹击,脆弱的美国交易所进退两难。正如表2-1所示的那样,到1997年年末,在纳斯达克上市的有5 487家公司,在纽约证券交易所上市的有3 047家公司,而美国证券交易所只有771家公司上市。那一年,纳斯达克报告的利润达到634 400 000美元,相比之下美交所的利润只有区区的197 900 000美元。但是真正确定了美交所被动地位的却是交易量。与纳斯达克日平

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

均646 000 000股的交易量相比,美交所的交易量只有令人尴尬的24 000 000股。更令人遗憾的是这一交易量还有很大一部分来源于正在增长的ETF业务,并且SPDR已经成为了美交所最活跃的品种。美交所占全部交易股票的市场份额从19世纪80年代中期的4%降到了当时的2%到3%。

对于纳斯达克和美交所来说,合并是一种从20世纪90年代早期的丑闻中重新获得前进动力的方式。纳斯达克方面,一些交易商密谋操作价格的行为被发现。同时,美交所也创建了一个上市标准非常宽松的二级市场,甚至接受了由一个罪犯运营的公司。

表2-1 纳斯达克、美交所和纽约证券交易所在1997年的表现

	纳斯达克	美国证券交易所	纽约证券交易所
成立年份	1971	1911	1792
上市公司数量	5 487	771	3 047
IPO数量	475	22	279
所有上市公司的市值	1.835万亿美元	1 622亿美元	11.8万亿美元
平均日股票交易量	648百万股	24百万股	527百万股
全年总交易量	1 639亿股	62亿股	无
利润	634.4百万美元	197.9百万美元	638.7百万美元
净收入	36.1百万美元	—	86.1百万美元

资料来源:纳斯达克,纽约范欧交易所

到了十二月,美国第二大和第三大的交易所合并起来对抗纽约证券交易所。被认为是"市场的市场"的纳斯达克——美交所集团成立,并成全美证券商协会的子公司,纳斯达克和美交所也各自以子公司的名义分别运行。

由于行业标准存托凭证是合并后第一支上市的ETF,它的冷淡表现使得交易所对新ETF技术的信心大大受挫。

最大的ETF发行

1999年年初,ETF产业包含了29只指数基金,管理的资产达到了

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

15 600 000 000美元。除了钻石基金最初带给人们的惊喜之外,这些资产最大的份额集中在一只基金——SPDR 中。它追踪了承载美国个人投资者梦想的指数,它的惊人成长将 ETF 推进了美国公众的视野。

股票市场分成了新经济和旧经济两个市场。除了 20 世纪 90 年代末期加入的微软、英特尔和惠普之外,旧经济包括了道琼斯工业平均指数的其余所有股票和标准普尔 500 指数中涉及的工业、制造业、原材料和零售业的大部分。新经济则包含与科技有关的一切,计算机硬件、计算机软件、电讯技术、纤维光学、生物技术,当然还包括互联网。

像竞争对手一样,这两个市场的昵称分别是砖头 bricks 和鼠标声 clicks。砖头毫无疑问是实体经济的代表,因为它是有形建筑物的一部分。而鼠标声则代表了一切通过电脑做业务的公司。如果仔细检查股票指数,就会发现构成旧经济主要部分的实体经济确实拖累了指数的表现。

在上升趋势的作用下,所有的股票确实都水涨船高。但是 bricks 和 clicks 之间上涨幅度的差异还是巨大的。从 1995 年 1 月互联网泡沫开始的时候算起,到 1999 年 3 月 10 日追踪纳斯达克 100 指数的股票上市时,道琼斯工业平均指数上涨了两倍多,但是纳斯达克股票市场成分指数翻了三倍多,飞速上涨了 220%。标准普尔 500 指数既包括旧经济也包括新经济,正像一些人期望的那样,真实的净增长率接近 150%。

整整四年的时间,疯狂的大牛市在全速前进,而纳斯达克就是由投资者对互联网和高科技公司不切实际的预期驱动的车头。

虽然你可以在每天晚间的股票市场报告中同时看到纳斯达克成分指数与道指和标准普尔 500 指数,但是纳斯达克——美交所集团却期望强化其作为一个品牌对个人投资者的实用性。当道琼斯指数高涨的时候,没有任何金融工具能捕捉市场的这一变化。标准普尔 500 指数和道指的收益都可以通过有执照的产品获得。可是将自己称为"面向未来 100 年的市场"的纳斯达克却无能为力。瑞德克斯证券提供了一支追踪纳斯达克 100 指数的共同基金,但是它的名称却叫做瑞德克斯场外基金,它的最低 25 000 美元的投资额也将广大的小投资者拒之于千里之外。当然,有基于纳斯达克 100 指数的期货,但是他们却希望有一个提供给个人投资者的以纳斯达克命名的金融产品。

在这种环境下,纳斯达克 100 ETF 问世了。

www.mtcbm.com

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约翰·雅各布(John Jacobs),纳斯达克主要的战略策划者,敏锐地注意到了SPDR创造出的成功的批发业务和零售业务。1997年,他决定纳斯达克也要开展ETF业务。雅各布雇佣了史蒂芬·布卢姆,这位开发SPDR的元老作为项目的顾问。1998年,据《商业周刊》报道,100家增长最快的公司中有95家在纳斯达克交易。这些股票正是小的个人投资者所希望的。雅各布决定让新的ETF基于纳斯达克100指数——纳斯达克成分指数的子指数,该指数包含的股票都是人们在金融出版物中经常听到的。

纳斯达克100指数包含了纳斯达克成分指数中最大的100家非金融公司。纳斯达克100指数包含的一大半股票属于高科技股票。1998年,纳斯达克100指数在前一年增长21%的基础上又增长了85%,标准普尔500指数在前一年增长31%的基础上只增长了27%,还不及纳斯达克增长率的三分之一。虽然它满足了人们的需求,但也存在很大的问题。

第一个问题就是最大的五家公司,微软、英特尔、思科系统公司、世通公司和戴尔电脑在指数中所占的份额超过了三分之二。在美国国税局看来,这使得它不能成为一家抵免税收的投资公司。从本质上来说,纳斯达克100指数的分散化程度不足以支撑一家投资公司。由于不符合可抵免税收的条件,这也就意味着基金不能逃避对资本利得、红利以及对股东的利息支出缴税的责任。要想符合税收抵免的条件,指数中的任何一只股票所占的比重都不能超过25%,所有比重超过5%的股票的总和也不能超过50%。在纳斯达克100指数中,微软的股票占比超过25%,最大的五家公司总共的份额超过60%,显然抵免税收这条路是行不通的。

随着金融工程的发展,雅各布和布卢姆不得不重新安排指数,尽管已经有一个产品,即纳斯达克100期货已经基于它在交易了。典型的情况是,指数在没有产品交易之前就已经被安排好了,因此这种做法可以说是开创了先河。他们发明了一种算法,用一个小型的解决经常性问题的电脑程序,开发了一个用市值加权的指数,降低了几家大公司所占的份额。五家大公司的份额在这种调整下降低到了40%。SPDR的问世历时五年,六年后这一过程被缩短到了两年。正如美交所开发了SPDR、中盘股SPDR和钻石基金,纳斯达克也希望能发起一支新的ETF。由于SPDR是最成功的ETF,纳斯达克也把它们的新ETF创建成了单位投资信托的形

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

式,从而避免管理费用。具有讽刺意味的是,纳斯达克是如此钟情于 SPDR,甚至将它们的新产品选择在美国证券交易所上市。由于两家交易所隶属于同一家公司,这样做自然也就没有什么障碍。

纳斯达克美交所市场集团将自己定位为"市场的市场",它的目标就是要融合大厅叫价式的美交所和基于电子系统的纳斯达克的优点。

这只是交易的一部分。美国证券交易所的全体会员对于合并是否能顺利进行拥有决定权。这些会员声称,除非全美交易商协会同意保留美交所传统的经济模式,否则不同意两家公司的合并。这意味着,保留 ETF、期权和特定的股票在美国交易所交易。对此,纳斯达克的执行长官们回应说,全美交易商协会决议在保留纳斯达克原来面貌的同时,将美交所重新定位为 ETF 的市场。

"这样做的只是为了使美交所的全体会员能够通过交易,"2007 年担任纳斯达克全球基金首席执行官的雅各布说,"因此,全美证券交易商协会将纳斯达克定位为股票市场,而美国证券交易所则是 ETF 的市场。"

美交所在如何支持 ETF 方面拥有优势。美交所拥有纳斯达克不能与之媲美的专家团队。一些交易精英和公司依旧排斥电子化的市场,他们只在纽约证券交易所和美国证券交易所这样的大厅叫价式的交易所交易。

美交所拥有的专家团队之所以被称为专家是因为他们精通于某些股票,他们在纳斯达克市场的地位相当于做市商,因为实际上是他们创造了股票的市场。如果其他人都不愿意交易某一特定的股票,那么专家和做市商就有义务投入资金来做市。不同于在 IPO 时发行有限数量的公司股票,ETF 的股份是由专家等被授权的参与者发起的。为了使 ETF 在上市的时候有股份交易,专家提供了初始的资金,通常叫做种子基金。对于一个新产品来说,这可能需要数百万美元。专家在发行前进入市场买入股份,再将其转化为等量的 ETF。这就保证了在 ETF 进入市场后有足够数量的股份可以交易。

作为提供种子基金的回报,专家成了唯一的 ETF 出售者。他们不需要为了交易去竞争,订单直接就会送上门来。这从经济上激励了专家们为种子基金以及为新 ETF 提供所需帮助。由于这种市场结构给了专家们交易方面的垄断权,相对于做市商来说他们就有了不公平的竞争优势。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美交所仍然在吸引上市资源方面同纳斯达克进行竞争,但是在这一领域他们也越发力不从心。尽管如此,由于拥有专家团队,美交所仍然是ETF发行者最为青睐的市场。在2005年,证券交易委员会通过了国家市场管理细则,消除了专家们的垄断权。

为了方便辨认在哪个市场交易,纳斯达克交易的股票都有四个或五个字母组成的股票代码。而纽约证券交易所和美国证券交易所的股票的代码则只有一个、两个或三个字母组成。由于这只新的ETF要在美交所上市,纳斯达克——美交所市场集团希望由纳斯达克的最后一个字母Q作为其代码。由单个字母组成的代码在华尔街是荣誉的象征,只有最大的蓝筹股公司才能享此殊荣。以单个字母作为代码的公司包括美国电话电报公司(T),福特汽车(F),花旗集团(C)以及凯洛格公司(K)。对于还没有使用的字母,纽约证券交易所将其保留以备日后使用。

纳斯达克——美交所市场集团希望使用Q,但是在纳斯达克,股票代码前加Q表示该公司已经破产,因此纽约证券交易所不同意他们使用这样一个损害名誉的字母。纽交所宣称美交所破坏了长久以来的共识。为了防止代码重复,每个交易所在采用新的代码时都有义务告知其他的交易所。纽交所已经保留了该代码并且不想放弃。他们甚至威胁要采取法律手段。最后关头,美交所妥协了,决定采用QQQ作为新ETF的代码。

1999年3月10日,纳斯达克股票市场在美国证券交易所发行了纳斯达克100指数追踪股票。纽约银行作为受托人和保管行。由于其股票代码,纳斯达克100指数追踪股票很快获得了"QQQ","三Q","Qs"等这些昵称。基于三Q的期权也在同一天开始发行。

三Q在2004年11月从美交所转到了纳斯达克市场。由于纳斯达克的股票至少要有四个字母作为股票代码,该ETF的代码由QQQ变为了QQQQ。2006年10月,纳斯达克将旗下追踪股票和BLDRs纳斯达克100指数,出售给了超级股份。由于三Q的名字十分深入人心,因此超级股份将其更名为超级股份QQQ。三Q是最大、最活跃和最成功的ETF。在上市的首日,它就交易了2 600 000股,超过了由钻石基金保持的53%的纪录。事实上,它仅用了两个小时就超过了钻石基金在首日创造的1 700 000股的交易量。两周内它的交易量就突破了30 000 000股。

在1999年的年尾,该行业的总量达到了33 800 000 000美元,而三Q

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的资产就超过了6 000 000 000美元,几乎是前一年该行业总量的一半。在上市一年后,三Q管理的资产就迅速超过了12 000 000 000美元。

具有讽刺意味的是,在上市一年整的时候,互联网泡沫破灭了。2000年3月10日,纳斯达克到达了历史高点。在这一年里,纳斯达克成分指数翻了一倍,纳斯达克100指数增长了125%。相比较而言,道指仅增长了20%,该增长率还是泡沫破裂前的最大值。标准普尔500指数也只增长了19%。(见表2-2)

三Q的成功向华尔街传递了这样一个信号,交易所交易基金并不只是昙花一现。它向潜在的发起人证明了,如果指数选择正确,这类产品的市场是十分广阔的。

三Q的诞生也象征了作为技术孵化器的纳斯达克与发起SPDR的美交所结合所产生的协同效应。但是新的集团没有完全的整合好,两年之后双方开始出现分歧。六年之后,合并宣告瓦解,纳斯达克和美交所的这场婚姻也宣告结束。

表2-2　　QQQ发行后纳斯达克指数翻了一番

	1995-01-01	QQQ发行(1999-03-10)	2000年的最高纪录
纳斯达克成分指数	751.96	2 406.00	5 048.62
纳斯达克100指数		2 038.51	4 587.16
道琼斯工业平均指数	3 834.44	9 772.84	11 722.98
标准普尔500指数	459.27	1 286.84	1 527.46

拜托,它们都是ETF!

讽刺的是,在2000年早期的时候,大家还不认为这类金融产品是ETF,仅仅把它们当做交易所交易基金。人们认为每个产品都是单一的股票。他们把这些产品叫SPDR、钻石基金、三Q等等,就像它们是单独的公司一样。当然了,这样也不算是多大的错误。大家不太愿意把这类金融产品归到单一的产品类别中,即使有人这样做,这个类别的名称也是指数跟踪股份、指数份额或者投资组合存托凭证而非ETF。

iShares改变了这一切。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴克莱全球投资者,作为 iShares 系列产品的发起人,第一个对整个产品进行了展望,该产品使得投资者可以只使用 ETF 就建立起一个真正分散的投资组合。同时也可以使巴克莱获得部分利润最高的零售股票业务。

1995 年,英国的投资银行巴克莱购买了富国银行和日兴证券的合资企业——富国日兴投资股份有限公司的基金管理业务。富国日兴银行由于创建了第一支指数基金(见第 4 章指数基金基础)而成为全球最大的使用数量投资技巧的机构资产管理者。数量化投资策略是涉及指数基金的高度严格的投资,该投资试图与选定的证券指数的业绩相匹配。总而言之,你应该知道的是,富国日兴管理了价值 1 800 亿美元的机构指数基金。

巴克莱借助富国日兴投资公司进入了美国市场。富国银行相关部门与巴克莱资产管理部门合并,更名为巴克莱全球投资者。合并后管理的客户资金达 2 560 亿美元,成为了世界第三大的现金管理者,仅次于日本的日本生命保险公司的 3 600 亿美元和世界上最大的共同基金公司富达投资的 3 200 亿美元。

第二年,巴克莱全球投资者通过参与摩根斯坦利发行的 WEBS 进入了 ETF 业务。由于巴克莱在运行指数基金方面的声望,WEBS 的托管人摩根斯坦利选择让其做财务顾问。实际上,这只基金是由巴克莱全球投资者在运行。如前所述,我们可以把这种做法理解为 WEBS 是开放式基金而不是单位投资信托。除了股票外,它还可以持有期货、期权以及其他的衍生工具来模拟指数的业绩。

从富国银行时代起,巴克莱全球投资者就是一家只面向机构投资者的公司。它创建了面向养老基金、捐赠基金等机构投资者的养老基金,但是其业务的增长是非常缓慢的。此外,一些共同基金公司如富达投资也开始进入了这一领域,这也加剧了竞争。虽然巴克莱全球投资者是一些共同基金的次级顾问,但是它并没有真正的零售业务。作为当时巴克莱公司战略部门主管的李·柯兰福斯(Lee Kranefuss)正在寻找增长机会,如为小投资者管理资金。他们也很清楚,为机构管理现金的收费很低,为个人管理现金的手续费就高得多了。

一般情况下,巴克莱可以有两种选择:收购一家现有的基金公司或者

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

重新组建一家。恰在此时,WEBS 进入了视野。在此前的四年间,WEBS 一直不太受小投资者的关注,17 只基金只募集了 20 亿美元。这个结果令摩根斯坦利痛心,于是将它出售给了巴克莱全球投资者。

柯兰福斯意识到在资产管理市场中还没有真正的领头羊。有很多单一的产品在交易,但是没有一家公司利用这些工具采取分散化的投资策略。行业标准存托凭证是最初的尝试,但是在 SPDR 出现七年后,道富和纽约银行都没有在 ETF 业务上投入太多的精力。

除此之外,整个共同基金业实际上也忽视了 ETF。和投资者一样,他们中的大多数认为 ETF 是股票而不是基金。有一些公司确实也意识到了 ETF 的潜力,但是由于害怕发行 ETF 会损害他们现有的产品,所以退缩了。传统的共同基金都钟情于主动的管理策略,而非指数化的策略。

在 2000 年开始的时候只有 30 只 ETF,拥有 17 只 WEBS 的巴克莱全球投资者就成了默认的市场领导者。如今巴克莱全球投资者在 WEBS 的基础上开始运行 iShares,柯兰福斯抓住了为公司开展零售业务的机会,他也看到了华尔街刚刚失之交臂的创造 ETF 市场的机会。

“李在发展这项战略的时候,做得很多的一项工作就是回答‘如果我们看到的是一个真正的机会,为什么其他人没有注意到’”,柯兰福斯的得力助手,iShares 的销售主管帕森斯(J. Parsons)说,“我们也不能确定其他人错过或者没有注意到是否是因为机会本身并不存在。”

基于国际指数的 ETF 是最困难的,而这一部分 WEBS 已经解决了。2000 年,做为唯一的国际 ETF 的提供者,巴克莱全球投资者的精力集中在美国市场中寻找更广泛的资产配置选择。由于在指数方面的背景,它很快获得了所有的主要指数,包括标准普尔 500 在内。按照 WEBS 的脚本,巴克莱决定不像其他竞争者那样发行单一的产品,而是发行一组基金。

iShares 开始的非常顺利。在互联网泡沫破裂后的两个月,它于 2000 年 5 月 9 日在美交所上市。巴克莱全球投资者把 WEBS 重新包装成 iShares,并在首日发行了四只新基金。

1. iShares 标准普尔 500 基金,追踪标准普尔 500 指数(代码:IVV)。

2. iShares 罗素 1000 基金,追踪罗素 1000 指数,另一个大的股票基金指数(代码:IWB)。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. iShares 道琼斯美国网络基金(指数结束后基金也随之清算)。

4. iShares 道琼斯美国技术部门基金(代码:IYW)。

在交易的第一天,四只基金共募得了 799 300 000 美元,其中标准普尔基金占比超过了一半。总之,对于集合发行来说,这是最成功的第一天。次日,他们募集的资金超过了 10 亿美元。

接下来的一周,巴克莱全球投资者还发行了:

- iShares 道琼斯美国金融部门指数基金(代码:IYF)
- iShares 道琼斯美国电信部门指数基金(代码:IYZ)
- iShares 罗素 1000 增长指数基金(代码:IWF)
- iShares 罗素 1000 价值指数基金(代码:IWD)
- iShares 罗素 2000 指数基金(代码:IWM)
- iShares 罗素 3000 指数基金(代码:IWV)
- iShares 标准普尔 500 增长指数基金(代码:IVW)
- iShares 标准普尔 500 价值指数基金(代码:IVE)
- iShares 标准普尔中盘股 400 指数基金(代码:IJH)
- iShares 标准普尔小盘股 600 指数基金(代码:IJR)

作为巴克莱的独生子,巴克莱在 iShares 的营销活动中投入了他全部的精力。巴克莱雇佣 30 名销售人员组成了庞大的营销团队,花费了约 1 200 万美元在广告宣传上。这笔费用是由美交所提供的,条件是换取更多的 iShares 上市。之后,《华尔街日报》援引柯兰福斯的话,获得个人投资者手里资金的方式就是对他们进行"教育、教育、再教育"。他组建了庞大的销售团队,并派他们去进行"传教士式的工作"。

"最初的几年,花费在教育个人投资者上的钱是超支的,"帕森斯说,"我们要给他们这种知识,让他们知道可以在投资组合中使用这些工具。我们给了他们一些新的东西去思考。"

在那些不确定的日子里,这无疑是一个有巨大风险的赌注。指数基金和主动管理的基金已经一同忍受了两年市场的下滑。但是在接下来的三年里,巴克莱全球投资者仍然坚持与投资顾问会面并教育他们、发行新的基金、在广告上投入财力。在前三年中,70% 的业务来自机构投资者。到了 2004 年,据巴克莱全球投资者称,80% 的资金来源于个人投资者。

iShares 不仅使巴克莱全球投资者向前迈出了一大步,整个 ETF 产业

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也因此取得了巨大的飞跃。截至2000年年底,iShares旗下共有55只ETF,巴克莱全球投资者毫无争议地成为了市场的领头羊,并且将这一地位保持至今。iShares的数量在一年的时间里翻了一倍,整个产业获得了巨大的增长。

iShares的成功取决于很多因素。随着大量的指数基金打败主动管理的共同基金,ETF开始大受欢迎。然后,在互联网泡沫破裂的过程中,投资者的投资急剧下降。他们开始对自己和股票经纪人的投资技巧大失所望。他们知道自己需要帮助,而这种帮助却不是原来的那些人可以提供的。这导致了一种新类型的经纪商的发展,他们叫做注册财务策划师,对投资者负有信托责任。不同于只推销最新最热产品的销售人员,他们尝试建立基于风险厌恶的完全分散化的投资组合。还没有对股票市场完全失去信心的投资者开始雇用注册财务策划师。很多人由于持有共同基金尤其是科技基金遭受了巨大的损失,一些投资者不愿意再涉足这个领域。他们开始寻找在市场下降的过程中能抵御风险的产品,而ETF恰好可以满足他们的需要。对于注册财务策划师来说,由于他们是根据资产规模而不是交易来收费的,因此低成本的、灵活的ETF也满足了他们及其客户的需要。财务顾问们开始留意到巴克莱巨大的广告宣传。

"我们卖的iShares和SPDR一样多,因为我们教人们如何使用这些产品。"帕森斯说。他同时还披露,在2000年年底整个iShares家族持有的资产达70亿美元。第二年这一数字增加到了170亿。

最终,赌注获得了回报。2006年年底,iShares保持着市场领先地位,份额达到60%,资产规模为2 510亿美元。尽管在2007年发行了270只新ETF,iShares持有的资产仍然增长到了3 287亿美元,占整个美国市场的53%。它不仅是ETF市场的领导者,也成为了世界上第五大的共同基金公司。

第一次出击

ETF产业的巨大发展引起了纽约证券交易的嫉妒。2000年年末,经过数年的努力,它终于打破了美交所作为唯一一个可以上市ETF的交易所的垄断局面。在国家组合退市三年后,它与巴克莱全球投资者合作发行了第一只在纽约证券交易所上市的ETF。iShares标准普尔全球100指

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数基金(代码:IOO)于2000年12月8日上市。

iShares标准普尔全球100指数基金的发行具有高度的象征意义,但这只基金本身却并没那么重要。对美交所的霸权形成真正挑战的,是纽交所决定交易在美交所上市的ETF。在那之前,纽交所和美交所都从来没有交易过在对方的交易所上市的股票。一些地区性的交易所,如费城交易所、芝加哥交易所、太平洋交易所等却经常这样做,因为它们的上市资源有限。大的交易所又为什么不能这样做呢?“非上市交易特权”允许他们交易其他交易所的股票。但是之前,纽交所和美交所却放不下架子去这样做。

虽然美国证券交易所不一定要放弃股票,但事实上,股票却退出了美交所。到2000年,美交所上市的公司数只有600家左右,同期纽约证券交易所有2 800家,纳斯达克有4 100家。ETF占据了美交所交易量的60%,而纽交所还想分得一份。这爆发了一场美交所为自己的发明争取上市的竞争战。

“在他们使用特权交易我们的上市产品之前,我们就一直在为争取ETF上市而努力,”美交所的执行副总裁克里夫·韦伯(Cliff Weber)说,“只是之前他们没有成功。”

2001年7月31日,纽交所启动了三个最活跃的不在该所上市的交易所交易基金的交易,分别是三Q,SPDR以及钻石基金。

如果你不能打败你的敌人,那么就加入他们吧

当然,我们也能够理解,为什么大多数的共同基金不愿接受ETF。他们对于收费较低的指数基金没有兴趣,他们偏爱的是高收费的主动型管理基金。那么指数基金的领导者——先锋集团的情况又如何呢?

约翰·博格尔(John Bogle),先锋集团的创始人,早在先锋500指数发行的25年前就开发了零售指数基金业务。虽然先锋也有一些主动管理的基金,20年后它仍然被认为是最早的零售指数基金的机构。当市场到达顶点的时候,指数基金的受欢迎程度也大大增加。当标准普尔500指数在2000年达到历史高点的时候,先锋500,这个在1976年被嘲笑为非美国式的博格尔的蠢主意,变成了世界上最大的共同基金。

对先锋集团来说,ETF看起来是一个扩张业务的极好的产品线。博

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格尔本人更加喜爱这些产品。但是他担心这些产品会鼓励投资者做更多的交易而不是进行长期投资,但他还是把这些产品称为“设计精巧的产品”并且认为投资于这些金融工具是“十分明智的决定”。

事实上,先锋集团已经看到了市场机会,并向证券交易委员会申请豁免来发行基于已经存在的先锋基金的一系列的 ETF 产品。唯一的问题是,先锋集团没有让标准普尔公司,也就是标准普尔 500 指数的拥有者了解其正在做的工作。

证券交易委员会在 2000 年 5 月批准了它的计划,先锋集团注册计划出售 5 只 ETF:500 指数基金、总体股票市场指数基金、增长指数基金、价值指数基金以及小盘股指数基金。

共同基金公司可以在同一支基金中持有很多类型的份额,一些种类有佣金,而一些符合 401k 计划或者属于基金超市的则没有佣金。先锋对这个产业最大的改进在于它创造了一个基于已经存在的共同基金的 ETF 家族。由于其中有一部分是已经取得标准普尔公司认证的基金分支,先锋基金认为它并不需要向标准普尔公司支付额外的认证费。

在 ETF 进入先锋的视野之前,标准普尔公司就已经对这家公司颇有微词了。当先锋 500 指数基金发行的时候,标准普尔公司以每年 5 万美元的价格将指数授权给先锋公司,允许其永久使用。这在指数很小并且被华尔街冷落的时候是可以的。但到 2000 年时,当先锋从投资者那里赚得 180 百万美元的时候,标准普尔公司感觉这笔买卖亏了。他们向先锋提出要求,但是先锋基金拒绝支付更多的钱。

标准普尔公司也没有就此让步,他认为先锋基金不对新的 ETF 支付费用的做法是十分厚颜无耻的,一怒之下将先锋基金告上了法庭。标准普尔公司声称现存的对先锋公司的认证不包括允许其使用标准普尔指数开发 ETF 产品。不仅如此,标准普尔公司还给予了巴克莱额外的使用标准普尔 500 品牌名称的权利。案件被审理后,先锋最终败诉,它不能获得认证来发行基于先锋 500 基金的标准普尔 500 ETF。

先锋基金又花了一年的时间才发行了第一只 ETF。2001 年 5 月,先锋基金在美国证券交易所介绍了先锋指数参与股份存托凭证家族(VIPERs)的第一个成员。先锋总体股票市场指数基金(代码:VTI)追踪 MSCI 美国股票市场指数,该指数覆盖了 99.5% 的美国股票市场资本总

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

量。七个月后,第二个 VIPER 家族的成员,先锋扩展市场 ETF(代码:VXF)也问世了。扩展市场 ETF 追踪的是标准普尔完备指数,该指数包含所有没在标准普尔 500 指数中的股票。该指数主要是基于中小型企业的公司。

这时博格尔已经从先锋基金退休了,但他仍然是指数基金的坚定支持者。他把 ETF 看成是投机者而非长期投资者的乐园。他认为 ETF 对指数交易的能力远远大于买入——持有策略,这一观点在他的一句话中显露无遗,"ETF 就像给了纵火犯一根火柴"。

尽管博格尔开始走向了另一端吹毛求疵,他的老东家却依旧坚定 ETF 将是业务增长的新动力。之后,先锋意识到他们没有把最好的资产——基金行业中辨识度最高、最被认同的名字之一,变为资本。为了避免混淆并告知投资者这些 ETF 来源于最早的指数基金公司,VIPER 在 2006 年更名为"先锋 ETF"。

基于债券的 ETF

iShares 成为了第一家发行基于固定收益证券的 ETF 的公司。

- iShares 莱曼 1 ~ 3 年长期国债基金(代码:SHY)
- iShares 莱曼 7 ~ 10 年长期国债基金(代码:IEF)
- iShares 莱曼 20 年以上长期国债基金(代码:TLT)
- iShares iBoxx 投资级别公司债基金(代码:LQD)

最重要的变化是纳斯达克股票市场加入了竞争,并发行了它的第一支 ETF。虽然它和美交所都属于全美证券交易商协会,并且也曾声明过在集团内美交所是 ETF 的市场,但后来纳斯达克还是决定要参与这个市场并竞争上市资源。毫无疑问,这对本来已经很紧张的两家交易所的关系毫无益处。

同时,纽约银行也开始重新审视自己的资源。作为第二支 ETF 的托管人和受托人,纽约银行在这个行业刚开始的时候就参与进来了。但是,随着行业的发展,越来越多的新进入者通过 ETF 赚了大钱。纽约银行也希望借此增加自己的利润。除了单位投资信托之外,纽约银行也是办理外国公司的美国存托凭证(ADR)的主要银行。ADR 是一种购买外国公司股票的方式。ADR 像股票一样在美国的市场交易,但是其代表的公司

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

却在美国领土之外。纽约银行创立了一些 ADR 指数来提升自己的品牌价值。

纽约银行把这些指数送到了纽交所,但纽交所对于是否发行这样的产品摇摆不定。同时,美交所明确的表示不会发行这样的产品。于是纽约银行来到了与其同病相怜的纳斯达克。与大多数的 ETF 不同,BLDRS 就是为了满足纽约银行和纳斯达克市场的需求。纽约银行希望得到授权指数的利润,而纳斯达克想要发行第一只 ETF,两者一拍即合。

上市存托凭证组合(Baskets of Listed Depositary Receipts)在 2002 年 12 月问世,昵称为 BLDRS,读作"builders",该产品的卖点就是作为参与国外股票市场的一种新方式。整个系列的四支基金追踪的指数完全由 ADR 构成,并且包含了第一支新兴市场 ETF。

- BLDRS 亚洲 50 ADR 指数基金(代码:ADRA)
- BLDRS 发达市场 100 ADR 指数基金(代码:ADRD)
- BLDRS 新兴市场 50 ADR 指数基金(代码:ADRE)
- BLDRS 欧洲 100 ADR 指数基金(代码:ADRU)

但是 BLDRS 的麻烦就在眼前。上市的第一天几乎无人问津,买价和卖价之间巨大的差额使它缺乏很好的流动性。虽然市场最终得到了改善,但是 BLDRS 几乎从没有吸引个人投资者。2006 年,纳斯达克将 BLDRS 卖给了超级股份,同一宗交易中还包括三 Q。

分道扬镳

纳斯达克和美交所的合并注定是一场门不当户不对的婚姻。电子市场交易商与大厅叫价式交易商之间巨大的文化差异是无法逾越的。2002 年,也就是合并后的第四年,纳斯达克的日均股票交易量翻了两倍多,达到了 17.5 亿股。美交所的交易量虽然也翻了两倍,但只有 6 200 万股,不到纳斯达克市场的三十二分之一。(见表 2 - 3)

内森·莫斯塔于 2004 年 11 月 3 日与世长辞,享年 90 岁。在 SPDR 上市后的 11 年里,他见证了 ETF 从主要面向机构投资者的产品发展成了被个人投资者大量使用的产品。在这个过程中,它成为了华尔街上最热卖的产品。同时,创造了 ETF 的美交所,本想利用它来抵消在吸引股票上市方面与纽交所及纳斯达克的差距,但最后却不幸地发现,争夺这一自

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

已发明的产品的竞争也是十分激烈的。

2004 年 3 月 19 日,美国证券交易所的全体会员从全美证券交易商协会那里购回了交易所。交易的融资细节没有披露。合并后的第六年,美交所重新获得了自由,世界也发生了很大的变化。由于其在 ETF 领域的权威,美交所仍然是 ETF 的最重要的市场,它信心满满的迎接未来三年将要发生的难以置信的变化。

表 2-3 日均交易量 单位:百万股

	纳斯达克	美国证券交易所	纽约证券交易所
1997	648	24	527
1998	802	29	674
1999	1 072	33	809
2000	1 757	53	1 042
2001	1 900	66	1 240
2002	1 753	62	1 441
2003	1 687	69	1 398
2004	1 808	69	1 457
2005	1 799	66	1 602
2006	2 021	71	2 350
2007	2 166	46	2 119

来源:纳斯达克,纽约泛欧交易所

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3 ETF的演变 The Evolution of the ETF

与共同基金一样,ETF 也属于投资公司范畴。美国证券交易委员会对投资公司的定义为:

……发行股份,并主要经营证券投资业务的公司(法人、商业信托、合伙企业或有限责任公司)。投资公司用从集体投资者那里筹集来的资金进行投资,每一个投资者所能获得的利润或损失是根据投资者拥有投资公司的股权份额按比例分配的。投资公司的业绩将以其拥有的证券或其他资产的表现为基础(但不会与其完全相同)。

典型的投资公司会拥有由多种证券组成的分散的投资组合。如果你是一名个人投资者,那么投资公司的吸引力在于它为你提供了一个可以拥有高度分散的投资组合的方法,而所需的成本却只是购买全部单个股票的一部分。如果你没有很多资本,你可能会觉得构建分散化的投资组合是遥不可及的,而参与投资公司则可以实现你的这一想法。当一大群投资者把他们的钱筹集在一起时,那一定比任何单个投资者个人出资具有更大的购买力。

当你只有 1 000 美元时,你是不可能构建真正分散的投资组合的。你可能会买许多种证券,但每种都买的很少;或者你也可能只买几种证券,每种买的相对多些。

但是如果把 1 000 个小投资者聚集在一起,每人向投资公司投资 1 000美元,投资公司就拥有 1 000 000 美元的投资资金。这种联合的购买力可以使投资公司购买很多种证券,每种证券还可以买很多股。

在美国,所有的投资公司都要按照《1940 法》注册成立,该法是管理美国证券业的七大法律之一。投资公司需要在美国证券交易委员会注册,但是按照州法设立,通常是特拉华州、马里兰州或者马萨诸塞州。注册要列明投资目标、费率、风险和其他重要细节。这是基金募集说明书和

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附加信息说明的基础。

《1940 年投资公司法》常被称为《1940 法》或《40 年法》,该法规范了投资公司的组织形式,比如 ETF 和共同基金。因为投资公司的股份是公开发行的,所以投资公司与私募基金不同,大部分像机构基金或对冲基金这样的私募基金都对投资人有限制。私募基金要求的投资下限很高,一般都要多于 100 万美元。但是一般投资公司的最低投资下限通常只有 1 000美元,只要你能筹集到 1 000 美元就可以对任何投资公司进行投资。

无论何种基金,投资者和基金经营者之间的利益冲突都是不可避免的。基金管理者收取的费率越高,投资者获得的收益就越少。为了努力减少这种冲突,《1940 法》集中强调了信息披露。其目的是为了确保投资公众能够获得关于基金的信息,如成本、投资目标、基金结构和运营情况等信息。《1940 法》要求所有的投资公司在首次公开募集时发布募集说明书,募集说明书要说明其财务状况和投资策略,随后要定期披露信息。

重要的是要记住,法案没有允许美国证券交易委员会直接监管投资公司的投资决策和投资行为,或者评价其投资价值。

投资公司作为一个整体是美国股票市场上最大的投资主体。到 2007 年年末,投资公司共持有美国公司所有流通股的 27%。

本章奠定了这本书主题的基础,即对于个人投资者来说,投资公司是最好的投资手段,ETF 为个人投资者的投资提供了最好的回报。你将了解到投资公司如何能以低于大多数其他投资方式的成本来达到分散化的目的,以及如何通过分散化来降低投资组合风险。然后,本章将重点介绍最重要的投资公司——共同基金,分别描述其不同的种类,你将会看到共同基金与 ETF 是如此相似。本章最后将详细介绍这两种产品的创造及操作的细节,以此来说明 ETF 是比共同基金更好的投资工具。

不要把鸡蛋放在同一个篮子里

“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”,我们常常以此来解释分散化。分散化之所以很重要是因为这样可以使投资者防范风险。风险是可度量的价值损失或没有增值的可能性。风险与不确定性是不同的,风险是可以度量的,而不确定性就像你在预测明天会不会下雨一样,这种可能性是不可度量的。将风险放在不同的篮子里时,单一投资的严重损失将不会对

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

整个投资组合造成破坏。从另一个角度来说,这意味着在给定的时期内,如果你把钱分布于不同的投资中,总有一些投资会有好的表现。

如果这一组合中,某一种投资权重过大,一旦这种投资表现糟糕的话,投资组合就面临着巨大损失的风险。例如,通过股票期权或者401k计划,有很多人的退休金是以大量的公司股票的形式存在。一旦公司经营出现问题使股价下跌,分散化不足就会对他们的储蓄产生严重的不利影响。

最著名的例子当属安然公司,你应该熟知,它导演了美国历史上最大的财务欺诈案。安然公司是美国公共事业和能源交易公司,从20世纪90年代到2001年,该公司管理层通过财务造假,虚增公司利润,使其成为美国第七大公司。随着安然公司股票的高涨,安然员工的401k退休金计划塞满了安然公司的股票。很多公司的员工都购买自己公司的股票,作为了解公司运营的内部员工,他们这么做原本是有意义的。但是在这场弥天大谎中,安然公司的员工却成了不知情的帮凶。

欺诈的成败在于公司的股票价格能否维持在一定的高价位,以及全盘计划是否露出什么蛛丝马迹。安然的管理层为了推高股票的价格,鼓励公司的一般员工把他们的养老金投资于公司股票,甚至当丑闻开始渐渐浮出水面的时候,公司的管理层依旧心安理得地向员工保证公司运作良好,员工不应该卖出安然公司的股票套现。在欺诈彻底被揭露后,公司股票的价格从持续的90美元高位下跌到26美分。公司很快申请Chapter 11破产保护令,同时被迫裁掉大量员工。

这就是把鸡蛋放在一个篮子里的后果!公司员工不仅丢掉了工作,还损失了生活积蓄。正是因为没有分散化投资,他们没有了收入的来源,也没有了可依靠的财富。

一个分散化的组合将非高度相关的投资联合起来,这就降低了投资组合价值的上下变动,即降低了波动性(volatility)。相关性意味着一种投资的表现影响其他投资表现的程度,低相关度的投资各自的走势不会同时向着同一方向移动。当一种投资表现出巨大的盈利时,投资组合的价值不会有那么大的增长;另一方面,当一种投资价值猛跌时,投资组合的价值下降幅度也要比那小很多。分散化也就意味着你放弃了一部分上涨空间来缓解潜在损失的幅度。例如,一个典型的分散化策略是同时拥有

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票和债券,这是因为一般情况下,股票和债券是朝着相反方向变动的,当股票价格下降时,债券的价格通常上升。

然而,分散化并非凭空想象就可以得到,对于个人投资者来说,他创造分散化投资组合的能力是由其能够用于投资的资金量决定的。

我们可以想象某个投资者张三的投资组合。张三有 10 000 美元用来投资,他打算建立一个分散的投资组合。他决定用 80% 的钱购买股票,用 20% 的钱购买债券。投资那么多钱买股票有些激进,于是他决定通过购买不同类别的股票来进行分散,比如大市值股、小市值股和外国股票。根据投资百科的分类,市值在 100 亿美元以上的公司被认为是大市值,或称大盘股;市值在 20 亿美元和 3 亿美元之间的被认为是小盘股;公司市值少于 3 亿美元的被认为是微型股。

张三购买了两种国库券,每一种投资 1 000 美元,剩余的 8 000 美元用来购买股票。通常情况下,投资者是以整数股为单位来购买股票的。整数股通常为 100 股或者是 100 股的整数倍。少于一单位整数股的被称为畸零股,畸零股的经纪人佣金是比较高的。张三按照每股 35 美元的价格购买了大盘股 A 公司的股票。不考虑佣金,100 股的成本为 3 500 美元。他投资的小盘股 B 公司的股票价格为每股 20 美元,一整数股的成本为 2 000 美元。投资外国股 C 公司的股票价格为 25 美元,一整数股为 2 500 美元。可以毫无疑问地说,张三的投资组合分散在四种投资中,但风险在小范围内仍然存在。因为只有四种投资,所以任何一种投资的巨大损失都对整个投资组合有显著的影响。(见表 3 - 1)

张三可能会认为他通过购买小盘股实现了分散化的目的,但是他把赌注只放在一只小盘股上。通常小盘股可能有较好的表现,但是如果 B 公司出现了生产问题呢?尽管此时可能是投资小盘股的较好时机,整个小盘股板块可能上涨了 20%,但因为 B 公司的问题,所以股价可能下跌了 25%。因此,尽管采用了“分散化”策略,投资组合中的小盘股部分遭受了巨大的损失,这是因为投资组合中只包括一只小盘股。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 3-1　　张三的投资组合　　金额单位:美元

投　资	成　本	占投资组合比例
大盘股 A 公司	3 500	35%
小盘股 B 公司	2 000	20%
外国股 C 公司	2 500	25%
债券	2 000	20%
总　计	10 000	100%

同样的 10 000 美元,张三可以购买四种共同基金或者 ETF:1 只债券基金和 3 只股票基金。每一只股票基金将覆盖一部分不同市场:1 只大盘股基金、1 只小盘股基金和 1 只外国股票基金。如果每只股票基金持有 100 只公司股票,张三就可以通过基金持有 300 只股票来有效地分散投资组合的风险,而不是仅仅持有 3 只股票。债券基金也是通过持有许多种单个债券来达到分散化的目的。

投资公司的魅力

对于大多数个人投资者来说,股票常常是一个让人纠结和痛心的选择。你哪有那么多时间去研究收支平衡表、现金流状况和行业竞争状况,从而自己来管理投资组合!即使对那些兴趣盎然的投资者来说,也几乎没有足够的资金来建立和保持真正分散化的投资组合。

共同基金是最流行的投资公司。它为投资者提供了便利,其买卖都很简单,不需要大笔的前期投资,共同基金是允许投资者购买畸零股的。简单地说,投资共同基金几乎不需要投资者做什么工作。共同基金有专业的投资组合管理者或管理团队,他们也被称为投资顾问或者基金经理。基金经理负责进行研究并决定买卖哪些证券。共同基金还会处理后台的所有工作:跟踪投资者的账户、支付红利和递送投资组合说明等。另外,共同基金对于红利再投资是不收取费用的,并且可以进行电话赎回业务。

因此,这种用很少的投资就可以很容易购买到分散化的投资组合的能力使得投资公司,尤其是共同基金,成为了大多数美国人主要的储蓄与投资工具。根据投资公司行业组织——投资公司协会(Investment Com-

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

pany Institute)的记录,注册的投资公司——共同基金、交易所交易基金、封闭式基金和单位投资信托公司——在2008年年末共管理资产近13万亿美元,"而这个数字在1980年前只有不到2千亿美元"。

8 800万的个人投资者和44%的美国家庭约5 100万户持有共同基金,这种产品是投资公司业最大的组成部分。投资公司基金占所有美国家庭投资组合的比例为23%,该比例在1980年为3%以下,在1990年就到了8%以上。

如今,共同基金的数量已经超过8 000只,大约有21 000个不同的份额类别。共同基金共管理资产12.021万亿美元,占投资公司所管理的总资产的92%。到2007年年末,ETF持有资产6 080亿美元,封闭式基金大约3 150亿美元,单位投资信托公司只有530亿美元。

投资公司的类别

投资公司以三种形式存在:

1. 管理公司,或者是开放式投资公司(也称为共同基金),或者是封闭式投资公司(也称为封闭式基金);

2. 单位投资信托;

3. 面额权证公司。

投资公司都必须在美国证券交易委员会注册。面额权证公司主要发行债务证券。一般情况下,散户投资者只能够投资开放式基金、封闭式基金或者单位投资信托公司。这三种投资公司将在下面内容中介绍。

开放式投资公司

开放式投资公司,或称共同基金,其最典型的特征是,对于其发行份额的规模和何时可以发行份额没有限制。所以,才称为是开放式的。投资者可以直接从基金公司购买份额,或者通过经纪人,但并不是在像股票交易所那样的二级市场上购买。另一个重要的特点是,基金份额是可以被赎回的。当投资者打算卖出股份时,他将向基金公司卖出份额套现。这种基金按照需求创造并卖出新的份额。当需求下降时,供给也将下降。基金公司将买回基金份额使发行量下降。

基金份额买卖的价格被称为净资产价值(Net Asset Value,NAV)。净资产价值在下午4点股市收盘后计算,每天计算一次。这就确保了基金

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的价格不是时刻波动的。

计算净资产价值的方法是,用基金持有的每种证券的数量乘以当日证券的收盘价,得到每一种证券的价值,然后将其加总得到总资产价值,然后用总资产价值减去总负债得到总的净资产价值。如果基金拥有2 500万美元资产和700万美元负债,那么总的净资产价值为1 800亿美元。用总的净资产价值除以基金发行股份的数额就会得到净资产价值。如果基金共售出900 000股,每股价格为20美元,这就是净资产价值,因为各种股票的价格每日都在变化,所以净资产价值也是每日都发生变化。

封闭式投资公司

正如你想象的那样,封闭式投资公司是与开放式投资公司相对应的。然而封闭式投资公司不是共同基金,它通常被称为封闭式基金。开放式基金可以创造无限的基金份额供给,封闭式基金则不同,封闭式基金在首次公开募集时发行固定数量的份额,其份额与上市公司发行的股票很相似。投资者也不是直接从基金购买份额,相反地,封闭式基金的份额像普通股一样,是在二级市场交易的,如纽约证券交易所。这意味着封闭式基金的价格是由市场需求来决定的,而不是由净资产价值决定。封闭式基金的份额当然也可以计算净资产价值,但是因为份额是在交易所买卖的,所以基本上是在净资产价值的基础上溢价或者折价交易。

因为是在交易所交易的,所以封闭式基金的份额是不能被赎回的。这意味着基金不需要从投资者那里买回基金份额。然而,有些封闭式基金将会定期地买回基金份额,所以这些基金被称为期间基金(Interval Funds)并不奇怪。

开放式基金和封闭式基金另一个明显的特征是,封闭式基金将其更多的资产投资于“低流动性(illiquid)”的证券。美国证券交易委员会认为如果一种证券不能在七天之内按照大约等于其净值的价格出售,那么这种证券就是“低流动性”的。因此,那些要投资于更多的低流动性证券的基金倾向于采用封闭的形式。

单位投资信托

单位投资信托,英文缩写为UIT,更像是开放式基金,但是它是不需要管理的。

这意味着这种信托持有固定的一篮子证券,通常是股票或者债券。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在信托期间内,投资组合不会被进行主动的交易,是保持不变的,或者即使有变化也是很小的。这与主动交易的共同基金不同,共同基金每天都在买卖证券。购买单位投资信托的投资者在整个投资期都能够准确了解他究竟买了什么。单位投资信托没有董事会、公司高管或者管理信托投资组合的投资顾问,这与开放式基金或封闭式基金不同。因为没有管理者指导,单位投资信托不具备管理基金的一些优势。有管理者的指数基金可以进行红利再投资并且可以利用期货或者期权来调整组合表现,而不是被动地持有指数包含的每一种证券。单位投资信托的指数组合必须严格的跟踪目标指数,并且向投资者支付红利。

有些单位投资信托或称为"单位(units)",像封闭式基金一样,一次性公开募集固定数量的份额。也有些单位投资信托像开放式基金一样,不断地发行信托单位。在这两种情况下,单位投资信托的发起者都可能会维持一个信托单位交易的二级市场,来满足投资者与发起者之间进行信托单位买卖,但对单位投资信托公司来说并不是必须要这么做。

单位投资信托的单位是可以赎回的,这意味着你可以按照净值将信托单位卖给单位投资信托公司,这与开放式基金是相同的。然而,与开放式基金和封闭式基金不同的是,单位投资信托在设立的时候是有终止日的,在终止日单位投资信托将结束并解散,终止日可能是在未来的几十年。单位投资信托投资的债券投资期限通常都会与终止日相匹配,在终止日债券投资也将到期。当终止日来临时,信托结束。投资组合中的证券将被出售,收益将归单位投资信托的投资人所有。

然而 ETF 可能和封闭式基金更相似,但 ETF 并不是像封闭式基金那样构造的。ETF 的构造方式或者像开放式基金,或者像单位投资信托。第一只 ETF,标准普尔存托凭证(Standard & Poor's Depositary Receipt,代码:SPY)就是按照单位投资信托构造的。

共同基金的家族

股票基金、债券基金和货币市场基金是共同基金家族中最流行的三种。在这三种分类下,按照基金投资目标的不同,又可以分为很多类别。根据不同的目标,它们都有不同的投资策略,这使它们面临着不同的风险、波动性和成本。例如,股票基金可以通过持有大盘股,获得超过标准

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

普尔500指数的收益。

股票基金

股票基金持有一篮子股票,采用多种投资方式,寻求具体的目标或资产配置。一些基金只持有大公司股票,一些基金只持有小公司股票,还有一些基金同时持有大公司和小公司的股票。你可以购买只关注范围很小的市场板块的股票基金,如网络公司或者生物科技公司;你也可以购买有特定投资策略的股票基金,两种比较流行的策略是成长策略和价值策略。成长型基金购买快速成长,但是高风险的股票;而价值型基金购买价格低于其内在价值的被低估的股票。国际基金进行全世界范围的投资,还有的基金只在某个特定国家的市场进行投资。

债券基金

债券基金也有很多不同的投资方式,但它们都持有固定收益证券。有一些债券基金只持有美国国库券,有一些持有当地市政债券,还有一些持有不同风险类别的公司债券,还有的持有外国公司的债券。

以晨星公司为例,它是一个久负盛名的基金研究公司,总部位于芝加哥。该公司跟踪包括国际股票基金在内的31类股票基金和包括国际债券基金在内的30类债券基金,同时还有7类平衡型基金,这种基金的投资组合中既有股票也有债券。

平衡型基金

平衡型基金是投资于混合资产类别的共同基金,通常同时持有股票和债券。如果你不想花费很多时间来管理你的投资组合,那么平衡型基金再适合不过了!平衡型基金属于一站式产品,其理念就是简单便捷。平衡型基金的管理者通过同时持有股票和债券的套餐,创造出一个充分分散的投资组合,你只需要选择一种平衡型基金,基金经理就会为你管理所有不同的投资了,而不需要你再费劲脑筋地去选择什么大盘股基金、小盘股基金或是债券基金了。

平衡型基金风险比较低,当然了,即便如此,基金经理也尽量用低风险的投资策略获得可能的最高收益率。较低的风险通常也意味着较低的收益,当股票市场上涨时,平衡型基金的表现要逊于大盘;然而当股票市场下跌时,平衡型基金的表现要好于大盘。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

货币市场基金

货币市场基金按法律规定要投资于低风险的证券,其目标是要赚取近似等于短期利率的红利收入,同时保持基金净资产价值稳定在每股1美元。实质上,这保护了投资者的本金,通过投资于短期的、低风险的债务工具,如政府证券、存单、商业票据等,货币市场基金为投资者提供了能够获得红利收入的流动性工具,但风险却要比股票基金或者债券基金小很多。然而,货币市场基金是没有加入联邦保险的(银行的货币市场账户也是如此),尽管如此,我们也极少看见谁因为投资货币市场共同基金而赔钱。

基金的基金

基金的基金是使用其他的共同基金来构建投资组合的共同基金,而不是使用股票或者债券。这并不是一种很好的投资,除了支付基金的基金的费用外,投资者通常还要支付投资组合中每种共同基金的费率。最主要的是,如果基金经理为基金的基金选择了表现糟糕的基金,那么如果基金经理不卖出这些基金,投资者将须一直持有它们;但是如果是投资者在他的投资组合中分别持有这些基金,他就可以随时将其卖掉。

共同基金的运作

共同基金是由基金发起者创建并设立的。但是像所有其他的上市公司一样,其投资者或者说股东才是基金真正的老板。共同基金也与其他的公司经营一样,由一个董事会负责管理基金的运作,保护股东的资产。

当你打算投资于一种共同基金时,你需要在该基金公司开立一个账户。然后给基金公司或者经纪人打个电话,说明你想要投资多少资金。

在支付资金的同时,你还需要提供姓名、地址、社会保险编号和其他相关信息。如果你还打算购买其他基金公司的基金,那么你就需要在那个公司开立一个账户。如果你还打算购买第三个基金公司的基金,那么你就要再重复同样的程序。

你需要在股票市场交易的这段时间内,即上午9:30到下午4:00之间申购基金份额。然而,基金净值却是在市场收盘以后计算的。这意味着你当天不知道购买的基金的价格是多少,自然也无法知道究竟买了多

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

少基金份额。第二天你可以在网上查询到你的购买价格,以及购买的份额数量。在月末,你会收到邮寄的对账单,上面有基金的净值及购买份额,另外还会有月初的投资价格和月末的投资价格。你可以据此了解你是盈利还是损失。当然了,在信息化的今天,你也可以选择在线获得这些信息。

从最初的打电话到对账单寄到,在确保你能够顺利投资以及保证投资的安全性的整个过程中,有很多的角色参与其中。这些参与者既包括个人也包括法人公司,他们都负责一部分工作并收取一定的费用。你也可能会质疑这个过程的每一个步骤是否都是必要的,但是基金业就是这样设计的,这似乎已经是约定俗成的了。毫无疑问,所有的费用累加起来会形成较高的费率,你要向基金顾问支付的费率是按资产的百分比计算的。然而,由于 ETF 的结构与共同基金不同,所以避免了很多费用的发生。这在很大程度上解释了共同基金的费率要比 ETF 高很多的原因。

虽然整个过程中的有些工作的费率是较高的,但是大部分都是合理且必要的。运作一只共同基金需要很多不同的步骤,因此,即使是最有效率的基金也不太可能将费率降到与 ETF 相同的水平。由于你的资金要经过相当迂回的路径才能最终投资于共同基金,而这一过程中的消耗是必不可少的;这也就造成了共同基金与 ETF 巨大的费率差异。

基金公司一收到投资者的钱,就将其转交给基金管理员,基金管理员负责很多项工作,其中就包括过户代理人的工作。基金管理员是一个提供基金所需服务以及股东所需服务的公司。过户代理人负责跟踪基金中每一个股东个人账户的情况,记录股东的交易历史,计算每个股东的资产平衡表和税率基础,向股东分配红利和资本利得,并在每年年末递送股东联邦税信息。过户代理人每个季度还要准备并向股东邮寄对账单,详细地说明股东的账户和平衡表情况。

典型的过户代理人也会包括一个客服部门,通常也就是一个电话中心,该部门负责回答股东的问题并执行基金股份的买卖。这会使资金的电子转账或者同一公司内基金之间的转账便利迅捷。因此,基金的第一部分成本就是付给过户代理人的。在这个过程中,过户代理人记录投资者向基金中投入资金的总额,然后将资金呈交给基金托管人。过户代理人可以是基金公司的一个部门,然而《1940 法》要求基金托管人必须是独

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

立的。基金托管人是一个信托银行,负责为所有基金股东保管资金和股票。通常,基金托管人是联邦储备银行成员,所有的资产就保存在属于该基金的一个特别账户中。第二部分成本就是由基金托管人带来的。

接下来,基金管理人需要为基金的投资组合购买证券,否则的话就会承受现金拖累(cash drag)。现金拖累是由于持有现金造成的,购买股票或者债券将会获得资产升值的机会,即使把钱存在货币市场账户中也能赚取一点儿利息,但是如果仅仅将大部分现金放在那里而不进行投资则是根本不能获利的。所以,本来是可以通过投资获利的资金,在这种情况下却没有利益。

“至少我没有赔本啊!”可能有人会这么说,因为投资于证券是要面对损失的风险的。即使这就是你的目标,那你也应该将现金投资于货币市场基金或者存在储蓄账户中。人们投资于基金就是为了要间接地投资于资本市场,如果基金不能迅速将资金用于投资,就会拖累基金的潜在收益。当然这并不排除有些基金确实保留一些现金来满足投资者的赎回要求。这种做法可以将基金从不得不卖证券来应对赎回的枷锁中解放出来,这在一定程度上对增加资本收益也是有利的。

假设基金跟踪 1 000 种公司股票指数。为了模仿指数的波动,基金管理者要用这一天他新收到的现金在交易时间内购买这 1 000 种公司的股票,购买每种股票的比例要与指数中 1 000 种股票的权重相同。基金管理人给他的股票经纪人打电话委托其完成交易,这个经纪人与替你自己买股票的经纪人很相似,但这个经纪人只与机构打交道。他习惯于即刻购买大宗股票,有时会达到上百万股。对于经纪人的工作,基金管理人需要支付佣金。

当然了,羊毛出在羊身上!接下来基金管理人会告诉基金托管人需要向股票经纪人支付多少费用,以及会收入多少股票。当基金卖出股票时,基金托管人将股票交给经纪人并收入资金。简单地说,基金托管人的工作是进行交易的结算。在过去,基金托管人将在其位于纽约华尔街的银行金库中保存真实的股票。每天基金托管人的助手都会将股票送到交易所或从交易所取回来完成交易。现在这一切都是以电子方式完成的,基金托管人仍然提供同样的服务,负责保存股票。

为什么基金不能简单一点儿,由自己来负责这个交易呢?在《1940

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法》颁布以前,基金管理人确实是自己保存资金和股票的。但是很多基金管理人并不是从基金股东利益最大化的角度出发。基金管理人常常把基金的钱当成自己的钱,并利用其谋求个人利益。很多基金管理人还隶属于投资银行,银行经常将其无法在市场上卖出的股份卖给基金,因此,股东的利益被侵害。《1940 法》将基金管理人权力的滥用写入其中,其中一则条款明确规定,必须由基金托管人保存基金的股票和资金。

另外,基金本身也不想把钱花费在维持这个巨大的体系所需要的基础结构上,因为这不是基金资产的有效使用方式。同时基金也不想成为联邦储备银行的一员,因为它也不打算参与到保证一切运作良好的具体细节工作中,这些工作基金都打算外包。基金最愿意投资于人力资本和研究,因为基金管理人想要把时间都用在制定证券购买策略上。

在每天结束的时候,保存基金所有股票的基金托管人需要为基金计算净值,然后告诉过户代理人。过户代理人计算出在这一天投资者购买的基金份额的数量,然后向投资者递送对账单确认交易。印刷和邮寄的成本是包含在过户代理人佣金里面的。最后由过户代理人告诉基金共募集了多少份额。

共同基金的其他成本还包括管理费、会计费用和合规服务费。为了运作一只基金,管理者需要支付佣金给过户代理人、托管人、经纪人、会计企业和合规服务公司(compliance company),可能还包括独立董事,当然,基金经理还要给自己开工资。除了这些费用以外,总费率中还包括一个独立的费用叫做 12b-1 费用,这项费用的费率是比较高的,是为营销和分配基金支付的费用。所有的费用加总起来通常会超过基金资产的 1%,有时会达到基金资产的 4% 之多。关于这些成本的问题将在第 6 章"更好的捕鼠器"中详细描述。

创造 ETF

ETF 是依照《1940 法》注册的投资公司,是开放式基金和封闭式基金的混合型产品。与封闭式基金相似的是,ETF 的份额可以在股票交易所的二级市场上市并交易。但是它不是封闭式基金,因为 ETF 可以持续地发行可赎回的份额并且尽可能的满足需求,在这一点上,ETF 又很像共同基金和单位投资信托。然而,以前只有大投资者才能够赎回股份,再加上

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETF 的混合型特征,所以,它的运作方式是《1940 法》所不允许的。因此所有的 ETF 都必须向美国证券交易委员会申请放松《1940 法》中的某些条款对其的管制。

ETF 请求放松《1940 法》的条款主要包括下面的内容:

- 请求允许个人份额按照一定的价格在股票交易所进行交易。
- 只能以创立单位按净资产价值赎回份额。
- 对于二级市场交易,豁免寄送募集说明书的要求。豁免的条件是要满足向购买 ETF 的投资者提供描述其主要特征的"产品说明书"的主要上市原则。
- 允许超过法定的 7 个日历日赎回创立单位。这一豁免主要是针对于某些国际基金。
- 允许基金的基金这种结构形式。
- 如果 ETF 的结构和 ETF 与各参与者之间的关系使豁免成为必要的,相关参与者就可以获得豁免的权利。

ETF 也要求放松《1934 年的证券交易法》的各种管制,该法通常被称为《1934 法》。

- 组合产品分销或发行时,豁免对经纪自营商和其他人参与涉及 ETF 基金份额及其潜在组合证券二级市场交易时有关竞价、购买和赎回的限制性规定。
- 允许 ETF 在持续发行新份额的同时以创立单位赎回基金份额。

在美国证券交易委员放松这些法律对 ETF 的限制后,ETF 需要选择一个股票交易所上市:纽交所、美交所还是纳斯达克股票交易所? ETF 可以在所有的交易所进行交易,但产品支持、流动性和交叉上市安排等服务是由其上市的交易所提供的。

当作为被授权参与者的一个机构投资者购买 ETF 将要跟踪的指数所包含的所有股票时,ETF 的实际创造过程就开始了。被授权参与者一般是一个经纪自营商或者交易所专家,他被授权创造或者赎回 ETF 份额。创造 ETF 份额是以 50 000 份为单位的,被称作"创立单位"。被授权参与者购买 50 000 基金份额所需的指数中包含的所有证券,并将投资组合存放在 ETF 托管人那里。相对应的,ETF 基金给被授权参与者 50 000

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的基金份额。

因为 ETF 是开放式基金,所以当需求超过供给时,被授权参与者可以创造出更多的基金份额。被授权参与者需要做的就是按照要求的数量购买指数包含的所有股票,然后换取相对应数量的 ETF 基金份额。这种以物易物被称为以货代款交易(in-kind trade),因为交易的是同种商品——股份换 ETF 份额。这种以物易物不像现金买卖那样会产生应税事项,因此 ETF 不会带来资本利得或资本损失。

另一方面,当供给超过需求时,被授权参与者可以赎回基金份额,并得到一篮子相对应数量的各种证券。这种创立和赎回过程的不同就是 ETF 与一般共同基金的主要差别。

在市场收盘以后,ETF 的净资产价值被计算出来。和共同基金一样,需要全面的计算总资产价值和费用,最后的差额是净资产价值。这是非常重要的,因为创立和赎回都是在每天结束时发生的。净资产价值是被授权参与者创立和赎回基金份额时的价格。

当然了,共同基金也是可以进行以货代款交易的,但是它们很少这么做。因为,当创立或者赎回共同基金份额时,投资者是要交税的。ETF 则不同,它避免了资本利得和资本损失的发生,这就是其税收效率高的关键。

在创立 ETF 份额以后,被授权参与者可以自己持有,但通常情况下他们会在二级市场,也就是股票交易所公开出售。投资者并不是向 ETF 支付支票,而是像买普通股一样,要通过一个经纪人来买卖。基金份额不是按照净资产价值定价的,而是像股票一样,是要根据市场供求来决定的。

与共同基金投资者不同,ETF 的散户投资者并不参与基金份额的创立和赎回过程。因为 ETF 的结构决定了个人投资者是不能够赎回基金份额的。他们只能像交易股票一样在二级市场交易基金份额。只有能够创立基金份额的被授权投资者才被允许赎回基金份额。

可以按照不等于净资产价值的价格买卖的能力对于 ETF 来说是非常重要的。共同基金自从设立起就是按照净资产价值进行买卖的。然而,ETF 是被特别设计以不同于净资产价值的价格在二级市场上交易的。你可能会认为 ETF 的市场价格就是那一刻计算出的净资产价值。因为你觉得无所不能的电脑能够捕捉每一秒钟指数所包含的所有股票的价格

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并即时地计算出净资产价值。可是我要告诉你的是,实际情况并非如此,尽管今天的电脑可以在任何时间点上计算出 ETF 的股票组合的成本,但这并不一定是你所得到的市场价格。ETF 的价格是由那一刻供给和需求所决定的交易数据。

然而,因为 ETF 是透明的(意味着你可以看到 ETF 持有的所有投资),所以投资者和被授权参与者可以合理的预期 ETF 在任何时间点上的价值。因为交易者、经纪人和投资银行都有能力计算出在任何一秒钟基金的净资产价值是多少,所以他们可以计算出 ETF 交易的理论价格。这个理论价格是他们希望买卖基金份额的价格基础,当然了,实际的价格是由市场来披露的。因为 ETF 的创立单位是官方在收盘以后按照净资产价值来定价的,所以市场价格是 ETF 内在价值的一个理论估计。

"你可以得到 ETF 的理论价值! 这对于传统股票来说是不可能的,你只能知道供给和需求的情况,"美国股票交易所 ETF 市场部高级副总裁 Scott Ebner 说,"对于这种特殊的产品,你知道它持有哪些股票以及购买的成本。然后,你就可以购买这些股票,再将它们托管来换取基金份额,这就很容易使基金的二级市场价格与其理论价值保持一致。事情也并不总是这样。有时价格并不是从一个报价机器得到的,你也没有购买一个合成的投资产品,交易是按照人们愿意交易的价格进行的。"

因此,ETF 基金份额的价格可能在真实净资产价值的基础之上溢价或者折价交易。这就给人们提供了一个套利的机会,被授权参与者可以利用这个机会赚很多钱。"套利是以不同的价格或收益率在一个市场上买入,同时在另一个市场上卖出赚取利润的金融交易。真正的套利头寸是完全对冲的——即两笔交易头寸的表现都可以得到保护——因此没有损失的风险。"进行套利的交易者被称为套利者。

套利使 ETF 基金份额的价格与它的净资产价值保持一致。尽管 ETF 基金份额应该按照净资产价值来交易,但是投资者需求上升会引起基金价格的上升。这样基金份额就会溢价交易。被授权投资者有能力迅速地创造基础股票篮子,他们买入股票,然后交易为 ETF 基金份额。因为这是一种以货代款交易,用股票换基金份额,所有没有资金的转手。

例如,Spa MarketGrader 40 ETF(代码:SFV)的净资产价值或者基础股票篮子的价值为每份额 20 美元,但投资者需求上升将价格推高到 21

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美元。套利者通常会购买 50 000 份基金份额股票篮子中包含的股票,然后交易为 50 000 份的 ETF 基金份额。在这个例子中,创立单位成本为 100 万美元(20 ×50 000)。套利者随后在公开市场上以 21 美元的价格卖出 ETF 基金份额,共计 105 万美元(21 ×50 000),很快赚取利润 5 万美元。

当价格下降时,套利也会发生。若 ETF 的价格下降到净资产价值以下,如 19 美元,被授权参与者以较低的价格在公开市场上买入 ETF 基金份额,然后将其赎回,每份额得到价值为 20 美元的一篮子股票。被授权参与者再在二级市场上将单个股票卖出获利。

但是,每隔 15 秒,根据指数的变化,就可以确定一个起到指导作用的指示价格。所以,套利的机会并不是很大,而且长期来说也是不具有可行性的。

ETF 投资者经纪公司承担了很多共同基金承担的责任,并提供共同基金所提供的服务,特别是过户代理人服务。ETF 不需要了解其投资者,所以不需要跟踪投资者的账户和与此相关联的工作。ETF 不记录投资者投资了多少资金,也不确定投资者持有多少基金份额,因此不需要在印刷和邮寄股东对账单上花费成本。

和购买股票一样,投资者的经纪人拿着钱去购买 ETF 份额。经纪人购买基金份额并记录投资者持有多少份额。经纪人公司记录投资者的账户,并且负责打印和邮寄对账单。

不提供所有上面提到的这些服务,是 ETF 的成本比率要比相对应的共同基金低很多的主要原因。由于 ETF 的结构与共同基金的结构是完全不相同的,所以 ETF 可以避免这些成本。

当买卖基金份额的时候,ETF 的投资者要支付佣金,考虑经纪人承担了多少过户代理人的工作,投资者能够进行直接的成本比较。只在买卖时支付给经纪人佣金成本高,还是按照资产的年百分比支付过户代理人费用成本高呢?这是由佣金的规模相对于资产的规模比例来决定的。

小结

对于我们大部分人来说,投资绝对是一项复杂、有压力而且昂贵的过程。很多时候,我们没有时间、兴趣或者技术来自己进行投资。

投资公司为我们提供了这种服务。投资公司简化了投资的过程,它

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们为我们提供了一个以最少的投资和最少的工作持有分散化投资组合的机会。ETF 和共同基金一样,都是属于投资公司范畴。

分散化是很好的投资策略,这一点我们已经谈过无数遍了,因为它可以降低组合风险。分散化是通过投资于非同步变动的一组分散的资产来达到这个目的。这意味着一种投资的损失不会影响整个投资组合。分散化也降低了组合的波动性,所以投资组合不会经历剧烈的上下波动。

共同基金是最流行的投资公司形式。70 年来,它为个人投资者进入金融市场提供了一个渠道。但共同基金的结构特点增加了基金运作所必需的成本,而 ETF 却以更低的成本及更高的执行效率提供了一种相似的投资机会。总的来说,ETF 是对这条道路的再次修筑,这就如同一条原本只能过人的崎岖小道现在可以通车了。

第 6 章"更好的捕鼠器——ETF 是如何收取低费用的"将使用大量本章所交代的概念,并着眼于共同基金和 ETF 的结构的具体细节,深入探究 ETF 相关的每项成本的细节问题以及阐述为何 ETF 是更有效率的投资工具。

因为 ETF 是指数基金,下一章将解释指数的投资策略,分析被动基金管理策略相对于主动基金管理策略的优点,以及相对于同样采用被动投资的指数共同基金来说,低成本结构的 ETF 是如何成为一种价值更高的投资工具的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4

指数基金基础
Index Fund-amentals

读到这里,你是否已经知道了指数是什么、它为什么重要、指数基金到底指什么。如果这些问题你都闭着眼就可以回答,那么你会很容易理解,为什么我们说 ETF 是在证券交易所交易的指数基金。如果你对这些问题还有疑惑,本章关于指数知识的介绍你就不得不仔细地看看了。

指数是用来衡量金融市场的走向和健康程度的。大部分指数跟踪股票或者债券,有一些跟踪商品,还有一些跟踪其他金融工具。指数可以是范围很广的,跟踪整个股票市场;指数也可以是范围很狭窄的,只跟踪金融市场的一个特定板块,比如只衡量钢铁企业股票的指数。

指数基金是投资公司,其目的是在不考虑成本的情况下获取与特定市场指数相同的收益。标准的指数基金是由一种指数中包含的所有证券构成的,各种证券的权重与其在指数中的权重相同,这在有些时候是不可能的,所以指数基金会创造一个非常接近的近似组合。透明性和低成本是遵循这种策略的最主要的优点。

共同基金遵循主动管理和被动管理两种管理方式中的一种。除了管理方式外,所有的共同基金都有自己的投资方式,这一点在基金的募集说明书中会有说明。投资方式可以包括以小盘股构建投资组合、以国际股票构建投资组合、以科技股构建投资组合或者以成长性股票来构建投资组合。但是对管理方式的选择是投资者首先要作出的决定。

主动管理型基金是由管理者主动交易股票来运作投资组合。只要投资组合遵循投资方式,一只主动管理的共同基金就可以持有任何基金管理者选择的证券。主动管理型基金管理者的工作是以特殊的投资方式或者以特定的市场板块创建投资组合,获取高于指数回报率的收益。被动管理则与主动管理相反。被动管理者选择一个投资组合后基本上就不去管它了,而不是整年都在进行主动地股票买卖。最流行的被动管理形式

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就是指数基金。平均来说,在一年的时间里,只有四分之一的主动管理基金和投资组合能够战胜指数收益率,这其中既包括了共同基金也包括了私募基金。

因为ETF本质上是指数基金,所以了解一个好的指数是如何产生的对理解你所投资的投资工具的种类是很必要的。从这个角度出发,本章将比较被动投资相对于主动管理基金有哪些优势。如今指数化在金融界中占有重要的一席之地,然而令人惊奇的是,情况却不是一直都是这样,指数化是与40年前华尔街的操作方式大相径庭的一种投资方式。为了将指数化作为研究的视角,本章将首先简短介绍指数化产生的历史,以及为什么指数化如此重要,并在本章的最后列出美国最重要的和影响最大的指数的编制者。

为何跟踪指数?

理解指数的一个很好的途径是向专家请教。Steven Schoenfeld是IndexUniverse.com网站的创立者,该网站提供关于指数投资的网上资源。Schoenfeld在世界银行工作的时候,曾经率先开发过一些新兴市场指数产品。后来,在他任职巴克莱全球投资者执行董事的六年中,负责管理巴克莱全球投资者的市场主导iShare家族中的全球ETF产品。如今,Schoenfeld是全球定量管理集团旗下的北方信托全球投资的首席投资官,该集团采用指数、增强型指数,以及定量策略的方式掌握着多于2 800亿美元的资金。Schoenfeld的团队在2008年的上半年将北方信托的第一只ETF——北方交易所交易份额(Northern Exchange Traded Shares),或NETs——引入市场,这只ETF跟踪外国基准指数。在他的著作《主动指数投资》中,Schoenfeld描述了基准指数的四种使用方式:

1. 测量市场和投资者情绪;
2. 资产配置和研究;
3. 衡量表现;
4. 投资工具的基础。

在接下来的部分中,我们将详述以上四种基准指数的使用方式。

测量市场和投资者情绪

指数给投资者提供了一个理想的基准,该基准是与过去连接的纽带,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是对市场情绪的测量,是记录价格变动的方式。指数体现了市场的位置及人们对现在市场的态度,对一些投资者来说,指数提供了对未来市场走向的一种观测。包含范围广泛的指数可能会在很大程度上影响投资者对于市场的看法,而不仅仅是影响投资者对指数中的个股的看法。一个良好的指数就像一个温度计一样,可以测量特定金融部门受政府政策、国际冲突、当前或预期未来经济状况影响的各种温度变化。所有的基准都是采用指数的形式,但是并不是所有的指数都能够成为基准。

研究和对资产配置进行微调

如果你认为指数是包含一个特定资产类别的投资组合,比如说大公司股票或者短期政府债券,那么这个投资组合应该是在这个资产类别或者市场板块内可获得的所有证券的分散化组合的最好代表。能源股指数应该包含与该市场板块相关联的各种股票:石油公司、天然气公司、钻探公司、钻探设备生产企业和炼油企业。通过这种方式,指数可以捕捉到整个行业中正在发生的事情。然后指数就可以用来衡量这个资产类别或板块相对于其他资产类别或板块的风险和表现,这对于确定资产配置策略是非常有帮助的。

有的投资者可能满足于购买以全部市场股票指数为基础的指数基金,购买这样的基金的最大优点就是投资者可以用一个股票篮子获得市场所能提供的所有的分散化,并且只支付一次费用。但是这样的话,你就无法对你的投资组合进行更加精确的资产配置。如果投资者购买一只跟踪大盘股的基金、一只跟踪小盘股的基金、一只跟踪中型股票的基金,这样他就可以采用更加精确的投资决策。

例如,假设全部股票市场指数上涨了5%。那么跟踪较小市场板块的指数可以告诉你市场的哪部分表现好,哪部分表现欠佳。如果你看到小盘股指数上涨了10%,而大盘股指数下跌了5%,你就可以对资产配置情况进行微调,从而准确的定位投资策略。如果你认为下跌的股票价位已经很低了,你就可以卖出一些小盘股,买入更多的大盘股。如果你感觉表现好的股票还将持续上涨,你将卖出大盘股,买入更多的小盘股。

指数也是一种研究工具,尤其是对于一种称为技术分析的股票分析方式更是如此。技术分析师将指数制图,并将其与趋势线进行比较,比如说与50日移动平均线比较。技术分析师相信通过比较每日价格的变动

www.mbachn.com

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情况,指数可以显示长期趋势,这可以帮助投资者发现买入或者卖出的信号。

衡量表现

你可以不考虑外界的情况构建一个投资组合,但是如果你不对市场的表现进行度量,你就无法知道你构建的组合表现如何。指数可以帮你解决这个问题。如果指数上涨,表明市场健康,但是你的投资组合价值却下跌了,这意味着是时候应该作出调整了。当然了,即使你的投资组合在上涨,你也应该看看周围的情况。例如,你的投资组合去年上涨了10%,对于一年的时间来说,这是一个很体面的收益了。但是,如果包含范围较广的市场指数去年上涨了20%,你就会意识到自己错过了获得潜在的更高收益的机会。

特别是指数还为主动投资组合管理者和投资者提供了一个可以测量他们选股或选债券技巧的一个基准。通过简单的比较,你就可以很快的确定主动管理者收取的费用是否物超所值。如果个人投资者或者主动管理者构建的投资组合没有超过指数收益率,那么对于个人来说仅仅跟踪指数而不进行主动的股票交易可能会得到更高的收益。

为低成本投资工具提供基础

指数基金是由指数中所包含的所有证券组成的共同基金,基金中各种证券的权重与指数中各种证券的权重完全相同,或者非常相近。

通过遵循指数公司所设计的这种策略,投资组合应该是透明的,而且成本低。透明性是指投资者可以看到投资组合中的各种构成。大部分指数都会公开计算指数的证券种类,因此投资者可以很容易地知道指数基金的投资组合构成。因为计算指数的构成很少发生变化,所以运作指数基金的成本是非常低的。指数基金的利润目标是指数的收益率与其低成本率的差额。指数收益率与指数基金收益率之间的差额叫做跟踪误差。对于一只优秀的指数基金来说,跟踪误差是非常小的,通常仅仅为万分之几。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基金管理方式选择

在第3章我们了解到共同基金是投资公司。投资公司将从很多投资者那里募集到的钱集合在一起,购买像股票、债券和短期货币市场金融工具等的这类金融证券。共同基金可以遵循很多不同的投资策略和投资风格。但是如果按照管理来分,基金可以分为两类:主动管理型和被动管理型。

主动管理型基金

主动管理型基金是指基金管理者通过主动地交易股票来管理投资组合。如前面所提到的,大部分投资者都没有时间、兴趣或者技术来完成在市场上赚钱所必须的工作。通过购买主动管理型基金,投资者实质上是雇用了一名特定的投资组合管理者来为其投资。主动管理型基金可以持有基金管理者选择的任何股票,前提是投资组合一定要与基金募集说明书中所声明的投资风格保持一致。投资组合管理者对股票进行研究,购买那些他认为将会升值的股票,卖出那些他认为已经到达价值高位的股票。如果成功的话,基金和投资者就会获得收益。简单地说,基金管理者的工作是根据基金的特定投资风格创建能够超过指数收益率或者某个市场板块收益率的投资组合。只要投资组合遵循已经选定的投资风格,基金可以以任何权重选择持有管理者认为能够有最好表现的任何股票、债券、期货或期权。在一年年末,基金将其年收益率与相关指数收益率进行比较,比如大盘股基金一般与标准普尔500指数对比。如果主动管理型基金的年收益率战胜指数年收益率,则被认为是成功的。

战胜指数并不是件好打的仗!一个基准指数反映了每一个投资者买入或者卖出某种特定证券的集体智慧,能够发现获得高于指数收益的优势是非常困难的。所以任何一个战胜指数的投资者都要比其他投资者更加聪明。而这些其他投资者包括华尔街的投资银行、经纪人、大规模的养老基金、对冲基金、其他共同基金、ETF、分析师、研究员和依靠自己管理资产来谋生的个人。通过合法的手段,每个人都可以获得同样的信息。因此在竞争中获得胜利并不容易。为了战胜大盘,投资组合管理者就需要购买具有巨大潜在收益、风险较高的投资。

风险被定义为你所获得的可测度的投资盈利或者亏损的可能性。风

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险越大,你可能获得的收益或者损失越多。为了战胜指数,管理者可能过多的持有几种股票或者某个板块的股票,这使得基金相对于指数基准来说分散化程度降低。如果基金管理者作出了正确的选择,选择的投资组合表现良好,他就会战胜指数。当然,如果他作出了错误的选择,投资组合就会输给指数。

在试图战胜指数的过程中,主动管理型基金的管理者频繁地买卖证券,这被称为换手,基金的换手率达到100%是很普遍的。这意味着年末基金持有的整个投资组合与年初时是完全不一样的。

毫无疑问,主动投资组合管理者在管理基金的投资上做了很多工作。除了进行研究,他还需要观察市场、股票、经济指标和其他变量来决定基金的构成和合适的买卖时机。但是投资者对这些服务支付了很高的费用,主动管理型基金每年要收取占总资产1%~5%的费用。但是如果基金管理者不能够获得比指数收益率高的收入,投资者就有理由发出质疑,"我为什么要付他钱?他增加什么价值了?"在这种情况下,资金管理者确实没有为投资者增加什么价值。

被动管理型基金

被动管理毫无疑问是主动管理的另一面。被动管理选择一个投资组合后就不去管它了,你不需要整年都主动地买卖股票。最著名的被动管理方式就是指数基金。

平均来说,在一年的时间内,只有四分之一的主动管理基金和投资组合能够战胜指数。例如,标准普尔500指数是跟踪市场上最大的公司的股票市场基准。市值是衡量公司规模的一种方法。在这个指数中的所有公司都是大市值公司,标准普尔对大市值公司的划分标准是市值要超过50亿美元。根据标准普尔的统计,到2007年3月30日截止的整整五年的时间中,标准普尔500指数战胜了72%的大盘股基金。标准普尔400中型股指数跟踪市值在15亿美元到55亿美元之间的公司,它战胜了77%的中型股基金。标准普尔600小盘股指数跟踪市值在20亿美元以下的公司,它战胜了78%的小盘股基金。

按照统一的标准很少有基金能够战胜指数,因此,很多人认为能够得到指数的收益率也是个不错的交易。当你观测指数,发现它去年上涨了10%,并且你知道自己的投资与市场保持同步而没有落后于市场,这种感觉

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也是很不错的。当然,如果某一年指数下跌了,那么指数基金也会下跌。

为了能给其跟踪的市场提供一个持续一致的晴雨表,指数必须是稳定的。指数不会经常地改变其成分股票和股票权重。当发生公司合并、停业和不能够满足指数要求的情况时,指数确实需要发生改变,但是对于大部分构成来说,基本上没什么变化。由于指数内部很少发生变化,所以一旦一只指数基金创立成功并买入所有必需的股票后,基金就不需要照看了。

因为指数基金的策略是简单的跟踪一种指数,所以其投资组合管理者基本上不会改变投资决策,即使有也是很少的。它实际上就是将投资到基金中的资金购买更多已投资的股票,当投资者打算赎回基金份额的时候再卖出股票,也就是被动管理。有一些指数是很难复制的,因为这些指数包含的一些股票占比很小且缺乏流动性。在这种情况下,基金管理者可能不会拥有每一只股票,或者可能会购买指数期货来捕捉这些股票的变化。但是大部分指数基金管理者不需要进行研究或者制定投资决策。正因为如此,管理者就没有理由要求高佣金。因此,被动管理带来了低管理费用,这是指数基金最大的卖点之一。

换手率较低带来了另一个优势:税率较低。主动管理型基金每次卖出股票会引起资本利得或损失,这都会造成税务事项,卖得越多意味着资本利得越多,像我们在第 2 章所了解的,共同基金的税收负担是要由投资者承担的。因此,比起指数基金来说,主动管理型基金带来了更高的税收负担。

“华尔街的评论家将指数基金投资称为‘保险的平庸之才’,”波顿·马尔基尔(Burton Malkiel)在他经典的投资著作《漫步华尔街》中这样写道,“但是经验最终表明,指数基金投资者有可能会获得超过那些典型基金管理者的收益,基金管理者收取的大笔顾问费和频繁的投资组合换手率往往会减少投资收益率。”

表 4 - 1 总结了指数基金与主动管理型基金比较的情况。

第 5 章“费用损失”将会对基金管理费用如何侵蚀投资者的收益给出详细的解释。

关于风险

需要记住的重要一点是,基金的结构和管理风格不能决定产品的风

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险水平。主动管理型基金并非天生就要比被动管理型基金风险大,共同基金并不是必然的就比 ETF 风险更大。基金风险的大小完全是由基础证券的风险因素决定的。

跟踪标准普尔 500 指数的指数共同基金——先锋 500 与跟踪相同指数的 ETF——美国存托凭证(SPDR)具有相同的风险概况。它们几乎以同样的比例持有同样的证券。

很容易看出属于主动管理型的诚实精选生物科技共同基金(FBIOX)要比美国存托凭证(SPDR)的风险大得多。ETF 是以一个指数为基础的,然而跟踪生物科技板块指数的 ETF,比如持有 iShares 纳斯达克生物科技指数基金(IBB),要比持有美国国库券的主动管理型共同基金风险高很多。

要知道,风险来源于基金所持有的资产,而不是基金的结构。

表 4-1　　主动管理型基金与被动管理型基金的比较

	主动管理	指数基金(被动管理)
分散化	有可能	是
对指数基金有益	否	是
保证与基准指数非常接近的收益率	否	是
低管理费	否	是
低股票换手率	可以,但不可能	是
低交易费用	否	是
税收效率	否	是
透明性	否	是
风险水平已知	否	是
战胜指数的潜力	是	非常小

指数基金的兴起

1965 年,麻省理工大学著名的经济学家保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson)教授写了一篇评价股票价格内在信息的论文。萨缪尔森的思

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想受到了随机游走理论的构思者露易丝·巴彻勒(Louis Bachelier)的影响。1990 年,法国博士研究生巴彻勒(Bachelier)在他的博士论文《投资理论》中写道,"证券价格的历史走势不包含有用的信息。"换句话说,就是过去的表现对未来的收益是没有影响的。萨缪尔森证明了这个理论,并在后来的论文《合理预期的价格随机游走》中对其进行了扩展。

萨缪尔森在这篇文章中得出结论:"股票的内在价值不过是那一刻的市场价格。"实质上,股票价格的波动是由于买卖双方对股票内在价值的判断有分歧。在任何适当的时间点上,当买卖双方在价格上达成共识,一种均衡状态就产生了,同时交易完成。1970 年,萨缪尔森获得了诺贝尔经济学奖,成为美国历史上获得该奖项的第一人。

同样是在 1965 年,芝加哥大学的博士研究生尤金·法玛(Eugene Fama)在他的博士论文中进一步推进了这个理论。他认为在任何时刻,股票的价格都充分反映了所有关于该证券的已知的和可获得的信息,他称之为"市场假说"。

这些理论对于很多人来说是致命的打击。因为,这与大部分基于股票基础分析(如分析市盈率,即 P/E)来购买证券的投资者的想法相悖。基础分析认为股票的内在价值可以通过观察公司财务报表或者对股票基本面未来情况的预期来确定。基础分析要寻找一个优势地位——获得能够显示股票应该以不同的价格进行交易的信息。如果分析师相信股票当前的价值被低估了,其价值要比它现在的价格高,他们将会买入。当分析师相信证券的价格已经达到了其真实的价值,或者已经高估了,他们就会卖出。

除非你认为价格会上涨,而且你会获得收益,不然你为什么要进行投资呢?当然,股票的价格是会上涨的。但是有效市场假说认为投资者是没有办法知道哪只股票将会上涨,哪只股票将会下跌的。假说认为关于一只股票及其表现的所有可获得的过去的和现在的信息都已经在其价格中得到体现。因此,市场是有效的,因为所有已知的信息都已经在股票中被定价了。如果情况是这样的,那么投资者就无法获得股票未来走势的线索。法玛的结论是股票的价格变动是随机的和不可预期的,因为价格会因未预期的消息的出现而改变。在任何时刻,当交易发生时,买卖双方达成共识的价格就是股票价值的最优估计。这个理论使法玛被芝加哥大

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

学任命为金融学教授,并一直任教于芝加哥大学。

一个有效的市场被定义为是这样一个市场,在这个市场上有大量理性的利润最大化投资者,他们进行主动的竞争,每一个人都试图预测个股未来的市场价值,而且在这个市场上,所有的参与者都可以几乎免费地获取当前的重要信息。在有效市场上,很多理性的参与者促成了这样一种情形,在任何时刻,单只证券的实际价格已经反映了所有信息的影响,其中包括已经发生的事件和到目前为止市场预期未来将要发生的事件。换句话说,在一个有效市场上,任何时间点上一种证券的实际价格都将是其内在价值的最优估计。

这两个理论严重地打击了认为自己能够跑赢大盘的主动管理者。随机游走理论的观点是,因为股票的价格无规律可循,不可能根据一只股票过去的表现预测其未来的走势。随后的有效市场假说认为,市场是有效的,股票价格反映了所有可获得的信息,这使得股票在任何时候都是充分定价的。这两个理论联合起来表明:从长期来看,选择股票的人并不能战胜市场,主动投资者能够跑赢市场并不是因为技术,而是因为运气。

这对投资业无疑是巨大的打击,所以过了很久,华尔街才接受这个残酷的事实。五年后,美国富国银行的约翰·麦奎恩(John McQuown)、威廉姆·福斯(William Fouse)和詹姆斯·维京(James Vertin)开发了第一个跟踪指数的商业产品。那时,芝加哥大学商学院的一位名叫查尔斯·施韦德(Charles Shwayder)的学生对指数投资的基础理论很着迷。同时麦奎恩通过参加芝加哥大学为商业人士举办的研讨班也学习了这些理论。施韦德说服了经营新秀丽(Samsonite)箱包公司的父亲,使他同意让麦奎恩的工作组为公司的养老金创造一只指数产品。1971 年 7 月 1 日,依靠从新秀丽公司获得的 600 万美元,美国富国银行开始了第一只指数基金的运作。这只基金由在纽约证券交易所上市全部大约 1 500 只股票采用等权重的方式构成。根据福斯所说,持续的进行均衡调整和过度的交易成本使基金的运作变成了一场“噩梦”。

两年后,美国富国银行进行了第二次尝试。这一次他们决定采用针对机构投资者的封闭式基金来跟踪标准普尔 500 指数。同样是在 1973 年,法玛的学生 Rex Sinquefield 在位于芝加哥的美国国家银行发行了“第一公开市场指数基金”。这个基金也是针对机构投资者的,但是个人投资

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者也并没有落后很多。

同年,普林斯顿大学经济学家波顿·马尔基尔在其堪比里程碑的著作《漫步华尔街》中对有效市场假说的内容进行了大量的丰富。他解释了所有相关的基础理论并进行了总结,他认为选择股票或者投资于主动管理型共同基金都是浪费时间,并提倡设立针对小投资者的指数基金。第二年,诺贝尔奖获得者萨缪尔森在其文章《对判断的挑战》中号召金融业创立跟踪标准普尔 500 指数的共同基金。

1975 年,查尔斯·埃利斯(Charles Ellis)在他的文章《失败者的游戏》中称主动管理是一无是处的。他的研究显示"在过去的 10 年中,有 85% 的主动管理者不能够战胜标准普尔 500 指数",因为成本抵消了基金 20% 的收益。

很快,个人投资者也拥有了这种选择。由于不满足于主动管理,约翰·伯格(John Bogle)在 1975 年创立先锋公司,目的是创造一种新的投资方式。先锋公司在 1976 年 5 月 1 日发行了第一只针对散户投资者的指数共同基金。几乎每个人都对此提出批评,跟踪标准普尔 500 指数的指数 500 基金被称为"伯格的蠢主意"。

这种想法经历了很长时间才被人们所接受。第二只指数基金直到九年后才重新出现。但是到 2007 年,重新命名的先锋 500 指数基金(VFINX)成为了世界上最大的共同基金,先锋公司成为了美国第二大的共同基金公司。如今,美国资本市场上有 8% 的资产持有跟踪标准普尔 500 指数的指数基金。

重要的指数公司

ETF 的提供者和指数的提供者很少是同一个组织。ETF 的提供者关注管理和卖出基金。编制和计算指数需要一套不同的技术,并且需要使用其他的资源。指数共同基金的基本模式是选择一个现有的指数,然后通过支付指数提供者许可费来使用,ETF 基本上也是这种模式。

但是 ETF 的迅速发展为许多新的指数创造了需求,几乎每一只 ETF 都跟踪一个指数。尽管现今的金融市场上有很多著名的基准指数,但即使不是全部,也有很大一部分被 ETF 所使用了。ETF 的提供者需要新的思想,因此也需要新的指数来创立新的 ETF。这是行之有效的,因为现在

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的投资者寻求更加分散的资产配置,而不是简单的通过大盘股、小盘股和债券进行分散。

这导致了小型指数提供者这样一个新兴行业的出现,同时也对大的指数提供者起到了推动作用。现在,很多 ETF 提供者不再是选择一个基准或者现有的指数,而是与指数提供者合作,创造新的指数来为创新的投资组合思想服务,如跟踪国外市场的股票或者跟踪美国不重要的、在公众视野以外的行业。

本部分将简要介绍使用最为广泛的一些指数,以及编制这些指数的公司和使用这些指数的 ETF。这些公司编制并提供的指数其实远不止我们提到的这些。下面先来介绍指数提供者,然后再介绍跟踪这些指数的 ETF 的情况。

道琼斯(Dow Jones)

最著名的指数当属道琼斯 30 种股票工业平均指数(Dow Jones Industrial Average)。它的所有者同时也是《华尔街日报》的发行者——美国道琼斯公司(Dow Jones & CO.)。该指数由 Charles Henry Dow 在 1896 年创立。道琼斯指数开始时是使用简单的算术平均计算的,将一组股票的价格相加,然后除以公司的数量,这叫做价格加权。该指数又被称为道工业指数、道 30 或者道琼斯指数。

从 Charles Henry Dow 的时期开始,道琼斯指数的成分股票就是由《华尔街日报》的编辑们选择的。如今该指数包含 30 个美国主要的工业企业,按照股票价格平均计算。但是并不是将价格加总除以 30,而是要除以一个考虑了每年股票拆分和增发情况的因子。

道琼斯指数是股票市场最重要的指数,当人们说市场上涨了 100 点,他们的意思是道琼斯工业平均指数上涨了 100 点。尽管道琼斯指数是有影响力的,是与过去相连的重要纽带,但是由于将注意力限制在工业企业上,所以完全地忽略了一些经济中的重要组成部分。道琼斯公司还编制了很多其他跟踪美国和境外市场板块的指数。

与道琼斯 30 种股票工业平均指数相对应的是道琼斯威尔希尔 5000 市场总指数(Dow Jones Wilshire 5000 Total Market Index)。威尔希尔 5000 指数创立于 1974 年,用于衡量可获得价格数据的所有公开交易的美国股票的表现,现在共计有近 5 100 只股票。2004 年,威尔希尔指数开始运

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营,道琼斯公司负责威尔希尔5000指数和旗下其他指数的维护和传播工作。尽管威尔希尔5000指数被认为是美国股票市场上最综合的指数,但是对于一般投资者来说,它还是比较晦涩难懂的。

标准普尔(Standard & Poor's)

道琼斯指数悠久的历史可以帮助投资者看到在过去110年的时间里股票市场的发展过程。然而,现在大家一般认为标准普尔500指数(Standard & Poor's 500 Index)是衡量美国股票市场表现的最好工具。标准普尔500指数由500个美国领头企业构成,跟踪大约75%的美国股票市场。这些企业由一个委员会选定,这500个企业不一定是美国最大的企业,但是一定是能够充分代表美国经济的企业。

标准普尔500指数是一个市场价值加权的指数,这与道琼斯指数是一种平均的,或者说是价格加权的指数的情况不同,这意味着指数中每只股票的权重与其市场价值是相对应的。市场价值也被称作市场资本总额,是用公司所有已发行股票的数量与股票价格的乘积计算得到的。指数包含的所有公司都是大盘股公司,标准普尔对大盘股公司的分类要求是市场价值要超过50亿美元。

例如,如果A公司已发行的股票数量为1亿股,股票价格为55美元,市场资本总额为55亿美元。如果B公司是一个相对较小的公司,只能向市场发行1 000万股,每股价格也为55美元,其市场资本总额只有5.5亿美元。因为A公司发行的股票是B公司的10倍,所以A公司的市场价值也是B公司的10倍。如果道琼斯工指数所包含的30个公司发行股票的总数量为10亿股,按照市场价值加权,A公司代表了所有股份的10%,而B公司只代表了1%。然而,像道琼斯指数这样的按照价格加权的指数将会赋予它们相同的权重,因为它们的价格是相同的。相对于较大的公司来说,较小公司的影响被高估了。标准普尔公司声称,从1957年3月4日被创立以来,标准普尔500指数就被认为是美国股票市场最好的指标。到2007年年末,有超过1.53万亿美元的资金通过指数基金或者ETF直接投资于该指数。最大的指数共同基金——先锋500指数基金和最大的ETF——标准普尔存托凭证(或SPDR,代码:SPY)都是跟踪该指数的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

罗素(Russell)

罗素公司由弗兰克·罗素(Frank Russell)于1936年创立,创立之初是一个经纪公司,在20世纪60年代,该公司不再管理资金,而是开始管理资金管理者。1984年,公司决定自己研发衡量管理者表现的工具。罗素投资集团当时的研究者开发了三个指数来作为衡量管理者表现的客观指标。

他们创立了罗素3000指数(Russell 3000),这一指数是由按照市场资本总额衡量的美国最大的3 000个公司构成的。罗素3000指数代表了大约可投资美国股票市场的98%。为了衡量小盘股基金的表现,罗素3000指数被拆分为两个指数。罗素1000指数(Russell 1000)包含市场资本总额最大的1 000只美国股票,罗素2000指数(Russell 2000)包含罗素3000指数中剩下的2 000只市值较小的股票。在大盘股市场已经被道琼斯指数和标准普尔500指数普遍跟踪的情况下,罗素1000指数并没有被广泛的接受。然而,当时对所有小盘股的测量是普遍缺乏的,罗素2000指数填补了这个空白,现在成为小盘股市场的衡量基准。

摩根斯坦利资本国际(MSCI Barra)

当美国的投资者想要投资于国际股票指数时,第一个闯进他们脑海的就是摩根斯坦利资本国际公司(MSCI)。摩根斯坦利资本国际公司是重要的国际股票基准指数提供者,在北美,有超过90%的国际股权资产跟踪MSCI指数。该公司1969年设立,起初为瑞士资本管理及指数公司。1986年,摩根斯坦利买下了公司的控制权,随后更名为摩根斯坦利资本国际(Morgan Stanley Capital International)。2004年,摩根斯坦利资本国际与Barra合并,Barra是编制衡量市场上风险的指数公司。

摩根斯坦利欧澳远东指数(MSCI EAFE)是被广泛接受的跟踪国际股权的最重要的美国指数。

富时国际(FTSE International)

富时指数公司(FTSE)是由金融时报和伦敦证券交易所共同所有的独立公司。富时公司提供很多国际指数,这些指数主要被美国以外的投资者所使用。公司的标志性指数是富时100(FTSE 100),该指数从1984年起就被认为是伦敦证券交易所的基准。富时100由按照市值计算的英

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国最大的100家公司构成,能够代表81%的英国市场。

富时指数公司正在通过与研究机构合作来拓展其在美国股票市场的业务。该投资管理公司是基于公司基础指数化,或者称基础加权指数化这种新概念的主要支持者。这些指数被称为FTSE RAFI,RAFI代表研究伙伴基础指数(Research Associates Fundamental Index)。基础加权指数将在第七章"新一代指数跟踪者"中详细讨论。

富时指数公司也与国家房地产投资信托协会(NAREIT)合作,计算一系列的房地产指数。这些指数已经被5只iShares ETF作为基础指数使用。

证券交易所指数

证券交易所是股票市场的发生地。在过去的10年里,ETF的上市已经是交易所的一项成长型业务。交易所通过执行交易、市场营销和编制指数等服务支持产品的发展。除了公司形式的指数提供者,证券交易所也已经看到了在编制指数和颁发使用许可中存在的巨大的利润。

由于长时期的使用指数来衡量交易所中交易股票的表现,以及考虑到交易所拥有全部的价格数据,因此交易所在如何构建一个优秀的指数上有其独到的视角。

美国证券交易所(American Stock Exchange)

美国证券交易所(AMEX)是交易所交易基金的发源地,大部分ETF都在这里上市。在20世纪90年代早期,美国证券交易所内部开发人员设计了ETF,目的是增加交易量。1993年,交易所与美国道富金融集团一起发行了第一只ETF产品——标准普尔存托凭证(SPDR)。美国证券交易所综合指数跟踪交易所交易的各种产品的总市场价值,如封闭式基金、房地产投资信托和有限合伙企业,还包括股票和ETF。

因为美国证券交易所综合指数跟踪多种不同种类的资产类别,所以并没有被广泛使用。然而,作为ETF最重要的交易所,美国证券交易所也创立了或帮助创立了很多ETF基础指数。2003年,美国证券交易所为PowerShares资本管理公司创立了30智能指数(intelligent index),主要的两个指数是动态市场智能指数和动态场外交易智能指数。

2008年年初,纽约泛欧交易所(NYSE Euronext)决议以2.6亿美元的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价格收购其竞争者美交所。这一大举动将对 ETF 行业产生什么影响，又会如何影响美交所的指数和 ETF 业务，不要着急，这些问题我们将在第 11 章进行讨论。

纽约泛欧交易所(NYSE Euronext)

纽约证券交易所成立于 1792 年，在 21 世纪初期仍然是美国最重要的股票市场。

在 1966 年，纽约证券交易所创立了普通股指数，后来更名为纽约证券交易所综合指数，此种指数是在交易所上市的所有普通股的一个综合。在随后的 30 年里，纽约证券交易所综合指数包含了在美国上市的大部分股票。但是在 20 世纪 90 年代，当炙手可热的科技板块在电子化的纳斯达克股票市场上市并交易时，纽约证券交易所综合指数就不再那么受追捧了。

在过去的 10 年中，为了保持竞争力，纽约证券交易所通过并购进行了大规模的扩张。2006 年与电子交易公司群岛控股公司合并，成立纽约证券交易所集团。群岛控股公司成为纽交所群岛交易所(NYSE Arca)，这是一个完全电子化的交易所，与纳斯达克很相似。由于具有比纽约证券交易所更加宽松的资格要求和上市标准，群岛交易所为小企业和新生企业提供了成长的沃土，同时也成为纽约证券交易所 ETF 的主要市场。

2007 年，纽约证券交易所与欧洲交易所合并，成立了欧盟内部第一个跨境交易所。欧洲交易所是由阿姆斯特丹证券交易所、布鲁塞尔证券交易所、里斯本证券交易所和巴黎证券交易所合并而成的，是目前欧盟第二大证券交易所。2008 年，纽交所欧洲交易所提出收购美国证券交易所。

2002 年，纽约证券交易所自己创立了四个 ETF 所使用的指数。NYSE 100 跟踪纽约证券交易所市值最大的前 100 只股票，这 100 只股票的总市值占交易所全部股票总市值的 36%。

2003 年，原来按照市值加权的纽约证券交易所综合指数被重新编制，改为按照流通市值加权。按照市值加权是要用股票价格乘以公司发行的所有股票的数量，由于很多股票是被公司内部人持有，所以并不交易。重新编制的指数用股票的价格乘以实际交易的股票，即流通股的数量。因为交易者买不到内部人手中的股票，所以按照流通市值加权的指数被认为能够对公司可交易的市场价值给出更清晰的描述。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纳斯达克(NASDAQ)

严格意义上讲,纳斯达克股票市场并不是一个证券交易所。证券交易所需要有实体的大楼,里面有交易大厅,交易者能够互相交流并进行证券的交易。纳斯达克与纽交所的群岛交易所一样,是一个电子化的市场。这意味着所有的交易都是通过电脑进行的。尽管没有交易大厅,但考虑到纳斯达克股票市场在金融市场中的重要地位,美国证券交易委员会(SEC)还是将纳斯达克看作是证券交易所。

纳斯达克100(NASDAQ 100)是一个跟踪被道琼斯公司忽略的经济部门的优秀指数。作为跟踪美国科技板块的主要指数,纳斯达克100跟踪纳斯达克股票市场上最大的100个非金融公司,包括美国的和国外的。指数包含的这些大公司的行业包括电脑硬件、软件、网络、电信、零售业和生物科技。跟踪纳斯达克100的ETF于1999年面市,它的面世创造了ETF最大发行量的历史记录。这只ETF原名为纳斯达克100信托份额ETF(NASDAQ 100 Trust Shares ETF),常被称为QQQ,或者Qubes,这是因为其原来的股票代码为QQQ。2006年,纳斯达克将其交易所交易基金卖给了ETF的发起人Powershares资本管理公司。后者随后将其官方名称改为Powershares QQQ,现在的股票代码为QQQQ,这是因为在纳斯达克上市要求要有四位的股票代码。

纳斯达克市场是美国小企业和成长性企业的安家落户之地。纳斯达克股票市场综合指数跟踪在纳斯达克市场上市的所有股票,其中包括了大部分的信息科技企业和生物科技企业。

主动管理型ETF

早在2008年,美国证券交易委员会就批准了第一只主动管理型ETF。该基金由贝尔斯登公司和PowerShares公司发行。由于这种基金诞生的时间太短,以至于无法与基于指数的ETF进行正常的比较。主动管理型ETF给人的第一印象是放弃了被动管理型ETF的一些优点,而继承了主动管理型共同基金的缺点。它们主要的优点是具有比一般主动管理型共同基金更低的费率。这种ETF仍然是处于试验阶段的产品,能否被投资者广泛接受还有待时间考验。大部分这种新的ETF产品保持了指数基金的身份。这些内容将在第11章进行详细阐述。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

指数是跟踪金融市场走向和健康程度的工具。指数基金是投资公司,其目标是赚取和特定指数相同的收益。

共同基金有两种管理风格:主动管理型和被动管理型。主动管理型基金的投资组合由基金管理者负责运作,他们主动地交易股票,争取获得超过指数的收益率。被动投资管理者选择一个投资组合,并且进行很少的交易。指数基金是被动管理型基金。表4-2列出了跟踪本章所提到的基准指数的ETF。

ETF是指数基金,因此具有指数共同基金的优点:

- 用非常少的投资获得充分分散的投资组合;
- 不需花费什么努力就可以保证投资者获得市场收益率;
- 非常低的管理费;
- 非常低的股票换手率,因此几乎没有交易费用;
- 低换手率也意味着很少的税收负担;
- 投资组合是透明的,所有的股票都是已知的,因此很容易确定投资组合的风险水平。

表4-2 跟踪本章所提到的指数的ETF种类

指数	ETF
道琼斯工业平均	钻石信托系列(股票代码:DIA)
道琼斯威尔希尔5000	标准普尔存托凭证道琼斯威尔希尔总体市场ETF(TMW)
标准普尔500	标准普尔存托凭证(SPY) iShares标准普尔500指数(IVV)
罗素1000	iShares罗素1000(IWB)
罗素2000	iShares罗素2000(IWM)
罗素3000	iShares罗素3000(IWV)
摩根斯坦利欧澳远东指数	iShares摩根斯坦利欧澳远东指数基金(EFA)
富时100	北方交易所交易份额富时100指数基金(LDN)

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

指数	ETF
富时研究伙伴基础指数 1000	PowerShares 富时研究伙伴基础指数美国 1000 投资组合(PRF)
美国证券交易所编制的指数	PowerShares 动态市场投资组合(PWC) PowerShares 动态场外交易投资组合(PWO)
纽约证券交易所综合	iShares 纽约证券交易所综合指数基金(NYC)
纽约证券交易所 100 指数	iShares 纽约证券交易所 100 指数基金(NY)
纽交所群岛交易所科技 100	纽交所群岛交易所科技 100 ETF(NXT)
纳斯达克 100	Powershares QQQ(QQQQ)
纳斯达克综合	诚实纳斯达克综合指数跟踪股票(ONEQ)

主动管理型基金与被动管理型基金相比,最大的优点就是存在战胜基准指数的可能性。然而,战胜指数却并非易事,因为指数反映了投资者能够获得的所有信息的总和。所以想要找到一只收益率高于指数的主动管理型基金是很困难的。

为了战胜大盘,主动基金管理者不得不进行更多的交易,产生了更多的交易成本,并且会进行风险较大的投资,这也增加了严重损失的可能性。对于其努力创造战胜大盘收益率所做的工作,主动基金管理者要比被动基金管理者收取更高的费用。

问题是,投资者值不值得为这种可能性去支付额外的成本并承担高风险呢?70%~80%的主动基金管理者在市场指数前败下阵来,其年收益率大部分没能超过基准指数收益率。因此,主动管理型基金的最大特征是不确定性,而被动管理型指数基金的特征事实上是"有了保障"。

第5章"费用损失"将详细地解释基金管理费用是如何侵蚀你的收益的。这将证实我们的观点,指数化对于个人投资者来说是首选的投资策略。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

5

费用损失
Fee Bitten

不支付不必要的费用——这是投资的一个基本原则。

你无法控制投资的盈利与否,但是你可以控制买入哪些投资并持有它们。

费用会持续不断地吞噬你的利润(也被称作投资收益,ROI),这是投资者需要重点关注的一个方面。这是一个如此明显而简单的概念,以至于当你读到这一页的时候可能会怀疑我是否把你当做傻瓜了。但是令人遗憾的是,很多投资者在评估一项投资的时候却从来不考虑费用的情况。

大部分财务顾问和共同基金的公告都只强调年收益,甚至一些独立的财经记者在文章中也会犯这种错误。一般来说,如果一个特定的基金或者股票在过去的一年赚得了15%的收益,那么它就有一个很好的业绩记录和盈利声誉了。那么,它一定是一项非常理想的投资。当然,推销这只基金或者股票的投资顾问和营销人员会在最后加上一句你可能已经听得耳朵被磨出茧的话:过去的盈利情况不能保证未来的表现。

他们之所以这么说是因为美国证券交易委员会要求他们这么做。通常,他们可能非常低声地告诉你,或者用很小的字体印出来,好像这句话根本就是无足轻重的。事实上,这是他们告诉你的最重要的一条信息:昨天的优秀投资可能变成明天的垃圾投资。没有人知道未来将会发生什么。当然,没人能够预知未来,这是很明显的。但是华尔街却想要让你认为他们的产品就像你生活中的其他产品一样值得信赖。

华尔街酿制的红酒

当你购买可口可乐、亨氏番茄酱或者好时巧克力时,你预料到产品的口味会和你上次购买的或者和你在儿时第一次购买的完全一样。当你购

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买一种处方药时,你预料到每一次使用它们对你身体的效用都是完全一样的。当你购买一种特定的洗衣粉时,你预料到你的衣服将会和上次洗完时一样干净。这些行业的理念就是要顾客每次都有同样的使用感受。顾客依赖这种一致性,成为了一种信任。公司在严格的质量控制下,通过遵循一种特定的配方,并且始终如一的保持同样的成分来达到这个目标。

然而,华尔街的产品却不是这样的。投资与上等红酒产品更具有可比性。在红酒行业,每年都是一个新的酿酒年份,每一个酿酒年份的酒都是独一无二的产品,与前一年的口味都不一样。如果你昨天买的可口可乐喝起来像可乐,今天买的喝起来像果汁汽水,你就无法预测明天买的喝起来像什么,也就会在再次购买时变得谨慎。然而红酒顾客接受这种不一致性,因为这也是喝红酒的乐趣之一。

酿酒师可能每年都是使用同一块土地上生长的同种葡萄来酿酒,但是任何两个年份的酒的口感都不会完全相同。作为一种农产品,红酒是受农民或者酿酒师无法控制的因素影响的,其中最明显的就是天气因素。这种不一致性是始终如一的,每年最终产品的质量都是一场赌博。法国的波尔多地区因为生产一些全世界最好的红酒而闻名,但是在二十年的酿酒过程中,有两三年的红酒是非常杰出的,有两三年的红酒会很平庸,剩下年份的红酒都是质量上等的,因此我们可以说波尔多的红酒是著名的,但却并不足够惊艳。

股票、债券和基金也是这种情况,每年每种投资都是一场赌博。你根本无法找到一只共同基金或者股票在连续的两年中表现出相同的投资收益。很多因素能够影响投资:经济、战争、石油价格、丑闻,或者仅仅是糟糕的管理。但是华尔街不想让你注意到这些,金融顾问和基金公司想让你看到去年 15% 的收益率,然后默念道:"这只基金是赢家,所以我要买这只,不买那只跌了 10% 的。"但事实是,去年的输家可能是今年的赢家,反之亦然。

本章的第一段我们就说了,尽管你不能够预测自己的投资是否能盈利,但你却可以控制为这些投资支付多少成本。这就是指数基金和 ETF 的亮点所在。如今,几乎所有的 ETF 每年收取的费率少于 1%。然而在 2006 年 11 月,大剑证券公司的两只基金收取 1.6% 的费率,打破了 1% 的限制,它们是 Macroshares 石油上涨可交易份额(代码:UCR)和 Macro-

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

shares 石油下跌可交易份额(代码:DCR)。这属于例外,而且它们不是真正的 ETF,这些内容将在第 8 章"非 ETF 的 ETF——ETPs,ETVs 和 ETNs"中解释。

根据晨星公司的统计,整个共同基金行业的平均年费率为 1.31%。这个统计包括了所有的主动管理型基金,它们中有很多收取 2%~5% 的年费率。如果不考虑主动管理型基金,指数基金的平均年费率为0.74%,而所有 ETF 的平均年费率为 0.44%。

寻求低管理费用

对于任何投资产品来说,较低的费率都应该是你优先考虑的事情,较低的费用就意味着你有更多的钱。有时为了获得高水平的服务,你需要支付更多钱,但是指数产品却不都是如此。老实说,指数基金基本上就是一个商品行业,因此你应该选择最便宜的。

指数是一个理论概念,只是用股票价格和权重通过数学加权计算出来的数字。一个指数在任何时间点上都有一个确定的值,是通过加权计算的。但是在现实中,持有那些由股票构成的投资组合是需要成本的。

按照顶尖的共同基金研究公司——晨星公司的统计,有 42 只指数基金跟踪标准普尔 500 指数。它们都应该有同样的收益,从中再减去费率,也被称为跟踪误差。如果指数上涨了 10%,费率为 0.5%,基金投资者的实际收益率为 9.5%。瑞德克斯标准普尔 500(代码:RYSOX)有 1.55% 的最大跟踪误差,收益只有糟糕的 8.45%;而美国教师退休基金会机构标准普尔 500(代码:TISPX)费率最低,只有 0.07%,收益为最高的 9.93%,这要比标准普尔存托凭证还要便宜。

为了说明费用对收益的影响有多严重,我们可以再以张三这个虚构的投资者为例来说明情况。在这个例子中,我们来比较三只有着不同费率的基金是如何影响张三的收益的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 5-1　　费用对收入的影响(Ⅰ)　　单位:美元

费率	0.2%	1%	5%
本金	10 000	10 000	10 000
投资收益 10%(ROI)	1 000	1 000	1 000
一年后总资产	11 000	11 000	11 000
年费	22	110	550
净余额	10 978	10 890	10 450

第一只基金是收取 20 个基点或者 0.2% 费率的 ETF,其费率只有 1% 的五分之一。100 个基点等于 1%。金融业内人士使用这种方法表示小于 1% 的百分比。他们通常不用 1% 的 20% 或者 0.2% 这种表示,他们会用 20 个基点这种说法。一个百分点与百分之一(记作 1%)有时是不一样的。例如,去年你支付利润的 10% 给注册理财规划师(CFP),今年你同意支付 11%。这看起来并没有多多少,只增加了一个百分点。但事实上,你对注册财务规划师的支付增加了 10%。如果你去年支付给他 10 美元,今年你就要多给他 1 美元。1 美元是 10 美元的 10%。

第二只基金是指数共同基金,收取的费用为总资产的 1% 或 100 个基点。这不是简单的比 ETF 多了 80 个基点,而是贵了 5 倍。

第三只基金是主动管理型共同基金,收取 5% 或 500 个基点的费率。这只比 ETF 的费率多了 4.8%,但是增加的成本却是 ETF 费用的 2 400%。换句话说,张三必须支付相当于 ETF 25 倍的费用来让管理者管理这只基金。在第一年,基金赚取了 10% 的收益,即 1 000 美元,年末的总资产为 11 000 美元。但这并非张三账户的最终情况,或者称年末余额。基金公司如此努力地工作为你赚取利润是要收费的。

第一年结束后,对于 11 000 美元的总资产,ETF 向张三收取管理费 22 美元,张三最终的净余额为 10 978。指数基金向张三收取 1% 的费用,张三需要支付 110 美元,净余额为 10 890 美元。如果张三购买了费率为 5% 的主动管理型基金,他要支付 550 美元给基金管理公司。这比 1 000 美元利润的一半还要多,比 ETF 多了近 550 美元,张三的净余额只有 10 450美元。

尽管几乎不可能,我们还是假设例子中的张三在第二年也赚取了

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10%的收益。在表5-2中,ETF的利润将是1 097.80美元,在第二年年末,他的总资产将是12 075.80美元,减去0.2%的费用后,净余额为12 051.65美元。收取1%费用的基金赚取1 089美元,总资产为11 979美元,在支付基金公司费用后,这个投资者持有净余额11 859.21美元,比投资ETF少了192.44美元。收取5%费用的基金收益仅为1 045美元,总资产为11 495美元,减去基金公司收取的部分,投资者只剩下10 920.25美元。

表5-2 费用对收益的影响(Ⅱ) 单位:美元

第二年年末的结果	张三的ETF	张三的指数基金	张三的主动管理型基金
第二年收益10%	1 097.80	1 089	1 045
总资产	12 075.80	11 979	11 495
年费	24.15	119.79	574.75
净余额	12 051.65	11 859.21	10 920.25

在第二年年末,费率为5%的基金的净余额比ETF的净余额少1 131.40美元。事实上在第一年年末,它们之间的差额只有528美元。如果初始的投资是100 000美元,而不是10 000美元,那么费率为5%的基金的净余额就会比ETF的净余额少11 314美元。这个差额不是不变的,而是每年都在持续增加的。

主动管理型基金是根据相对于作为其投资目标的基准指数的表现来分级的。投资于大盘股的基金通常与标准普尔500指数进行比较。在上面的例子中,如果主动管理型基金的收益率超过大盘3个百分点,对于基金来说这是成功的一年,但是对于投资者来说却不一定。

使用我们前面的例子,去年标准普尔500指数的收益率为10%。用10 000美元投资于一只标准普尔500指数基金最终会得到11 000美元。但是主动管理型基金赚取了13%或者1 300美元的收益,这比指数基金赚取的1 000美元的收益要多30%,总余额为11 300美元。

像我们上面所看到的那样,年费率为1%的指数基金将从本金中拿走110美元,剩下的净余额为10 890美元。年费率为5%的主动管理型基金将会拿走565美元,留给张三10 735美元。所以尽管基金战胜了指数,大笔的费用还是使投资者获得低于指数基金的收益率。只有当主动

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

管理型基金赚取15%以上的收益,即比指数收益率高5个百分点时,张三才会获得超过指数基金的收益率。扣除基金收取的5%的费用,张三还剩下10 925美元。因此,主动管理型基金需要赚取超过指数50%或者500美元的收益,才会使张三最终获得超过指数基金35美元的收益,而其余的那些都是管理费。即使收取5%年费率的主动管理型基金赚取了15%的收益,而收取0.2%年费率的ETF只赚取了10%的收益,最终后者的净余额还要比前者多出53美元。

正像你在表5-3中看到的那样,费用比例的大小决定了投资者最终能够得到多少钱。但如果一些指数基金事实上表现出超过基础指数的收益,那就是例外了。要记住,每只共同基金和ETF都是一个公司——投资公司。它们不像宝洁公司那样生产产品,或者像沃尔玛超市那样提供零售服务,它们生产的是你的投资收益。

表5-3　主动管理型基金战胜指数基金,但都输给ETF　单位:美元

	ETF 费率0.2% 收益率10%	指数基金 费率1% 收益率10%	主动管理型 基金费率5% 收益率13%	主动管理型 基金费率5% 收益率15%
一年后总收益	11 000	11 000	11 300	11 500
年费	22	110	565	575
净余额	10 978	10 890	10 735	10 925

典型的公司是从商品和服务的销售中获得收入,再用收入的一部分来生产产品或提供服务,剩下的部分就是利润。

与其他公司比起来,共同基金的成本并不高。但是共同基金没有收入,因为它们生产的不是利润就是损失,因此,所有的成本直接来源于利润。基金管理者获得的回报越多,投资者最终的收益就越小,这是共同基金结构的内在利益冲突。如果你控制成本,你就会获得较高的投资收益,而且会逐年累加。

“在基金行业,你不会得到所支付的,而恰恰会得到你没有支付的,”先锋500指数基金的创始人约翰·博格尔(John C. Bogle)说,“管理者拿得越多,投资者得的就越少。”

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

费用是投资者的天敌,它损害了我们的收益。较低的费率是投资者在购买任何投资产品时应该优先考虑的问题。较低的费用就相当于你有更多的钱。

因为你不能控制投资是否会盈利,所以你就要严格控制购买和持有投资的花费。不要支付任何不必要的费用。在两只相似基金的比较中,费率较低的一个总是在最终获得更多的收益,ETF 就是这样。ETF 平均收取的费率,只有 0.44%。与其相比,指数基金平均收取 0.74% 的费率。

正像你所看到的,费率的大小决定了投资者最终的收益。当一些指数基金实际上显示出超过其基础指数的收益的时候,这就是例外的情况了。

总之,要始终选择最便宜的指数基金,在任何时候,都要尽可能选择最便宜的产品,收入的增长是会逐年累积的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

6

更好的捕鼠器
——ETF是如何收取低费用的
The Better Mousetrap: How Can ETFs Charge So Little

“ETF 成本低、节税、透明度高、灵活性好!”

每当我们读到或者听到有关 ETF 的消息时,人们总会像读颂歌一样赞扬着它与共同基金相比的这些优势。但是,很少有人知道 ETF 的这些优势到底是如何形成的。正如我们在第 5 章中所讲的一样,基金的收益是不可以提前预知的,但它的成本却可以。支付的成本高,最终的收益就会少。

从投资者的角度来看,共同基金是低效的。因为基金的持有者需要支付基金日常运作的全部开支,如交易费用、分销费用和过户代理费用等。另外,共同基金的投资者每年还需要支付资本所得税。这些开支都会减少基金持有者的投资收益。不仅如此,很多基金公司为了使更多的投资者可以关注并购买自己的基金,还必须支付一定的销售服务费。

共同基金向投资者收取的费用是显性和隐性费用的加总。在这些费用中,尽管大部分都是整个投资过程所必需的,但也有一些不必要的费用。由此可见,大部分共同基金的费用都是可以略微降低的,甚至有一些还可以大幅减少。但是,想完全摆脱费用开支是不可能的。ETF 的费用构成与共同基金一样,也包括显性和隐性的费用,只是它的费用与共同基金相比更低一些而已。

本章将拉开共同基金的帷幕,向大家展示这种运营结构所固有的各项费用,审视共同基金和 ETF 的每一步运作,并解释每一笔开支的用途。共同基金中,持有者支付的大部分费用是由基金内部运作本身产生的,不过也有一些费用来源于基金外部,而这些费用也必须由持有者承担。鉴于这一点,本章还将重点讲解 ETF 结构所避免支付的费用。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过分解 ETF 创设基金单位(the Creation Unit)的形成过程,本章将会向读者展示,ETF 是如何以一种比共同基金更加高效率、低成本的方式使投资者获利的。尽管 ETF 的运作也有成本,但其成本还是比共同基金要小的多。“当你将共同基金与 ETF 进行对比时,就好像将用来遮掩后台笨拙动作的帷幕拉开一样。” ETF 咨询公司,ETF 国际的总裁詹姆斯·帕塞蒂(James Pacetti)这样说道,“ETF 产生的各项费用是分类定价的,这样方便每个人清楚地看到这些价格,但在共同基金中,我们却很难察觉到这些费用,因为它们是隐藏在帷幕之后的。”

除了上述内容,本章还会洞察 ETF 费用产生的过程。因为即使 ETF 的费用全部都是显性的,我们也需要对它的产生作出解释。况且并非所有 ETF 的费用都是低于指数化证券投资基金的。如果一只 ETF 和一只指数共同基金跟踪同一指数,并且共同基金的成本更低,那么,我们就应该购买这支共同基金,毕竟越便宜越好。但是,大部分情况下,ETF 都会是更便宜的那一只。

本章中,我们同样会对平均成本法进行讲解。当采用平均成本法计算时,指数基金就很可能成为比 ETF 更优的投资选择了。这样,在本章即将结束时,读者就会十分清楚为什么 ETF 是个人投资者首选的投资工具的答案了。

共同基金的显性成本

显性成本是证券交易委员会要求共同基金向持有者报告的唯一一项成本,通常也是最容易被察觉到的。支付的比率是基金管理的费用,管理费用通常包括托管人、管理人、过户代理人等其他所有人员的酬金。12b-1费用包括市场费和广告费。

销售服务费

每只共同基金的招募计划书中都有专门关于费用的章节。其中,最先出现的就是因认购和申购产生的销售服务费。基金产生的大部分费用并不是一个固定数值,而是以投资额或者总资产的某一百分比计算的。销售服务费本质上是付给销售基金的证券经纪商的佣金,是经纪商或分销商从你的投资中抽取的,作为其为你的剩余资金投资的酬金。因此,销售服务费并不是基金运作所需的管理费用之一。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

销售服务费通常分为三种:前端销售服务费、后端销售服务费、经常性销售服务费。当一只基金具有A、B、C等不同等级的股份时,每一等级的股份都会收取不同的销售费。前端服务费之所以得名,是因为销售费用是在购买基金之前支付的。根据共同基金研究机构晨星公司的调查,2007年,前端服务费平均占总销售服务费的比例为4.81%,仅略低于5%,其中典型的例子就是A等级的股份。

比如,你把10 000美元交给你的经纪商或共同基金的分销商,让他帮你投资一只共同基金,这笔投资的销售服务费是5%。那么经纪商或者分销商会从中抽出500美元的费用,并将剩余的9 500美元进行基金投资。

实际投资额的降低会相应减少你买到的基金数量,基金的数量又会继续影响你的投资回报。如果你在未来的十二个月中可以获得10%的收益,那么由于前端服务费的支付,你的真实收益也会相应受到影响。如果你投资的是10 000美元,那么在年末你会得到1 000美元的收益,但是,在支付前端销售服务费之后,你所得到的收益就只剩下950美元了。

此外,还有另一些基金是收取后端销售服务费的。与投资之前就按一定比例收取的前端服务费不同,后端服务费只有当你在规定的年限内赎回你所持有的基金份额时才会按比例收取,后端销售服务费也因此得名。后端销售服务费会随着你持有基金时间的增加而逐年递减,直至一定年限后完全消失。通常,这一年限是初始投资后的5~10年内。B等级的股份是收取后端销售服务费的典型例子。

C等级的股份通常不收取销售服务费,但总体的费用比率却比A等级和B等级的股份都要高。

另外,在费用比率中列示的12b-1费用被一些人认为是隐性的销售服务费。这一点会在本章后一部分进行探讨。

大部分积极管理的基金都是收取销售服务费的,因为它们通常是经由经纪商销售的。这部分基金的发行公司不希望你直接购买基金,他们希望你通过经纪商来购买。销售服务费是对经纪商劳动的报偿,同时还可以激励经纪商为你的投资组合推荐一只更好的基金。

对于基金而言,宣称自己的低成本是突出自己的最好方法。先锋和罗普莱斯(T. Rowe Price)是两家基于成本战略进行营销的基金公司,这

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

种营销方式的缺陷是计算过于精细。突出自己的另一种方法是基于最大投资回报的营销。不过,在实际操作中,基金公司通常都会优先衡量收益,而不是成本。这也就造成了基金投资者只会片面的关注实际收益,而忽视成本。

全美有超过 8 000 只基金,这使得基金产品占据了金融市场相当大的比重。很多基金采取相似的投资策略,其中绝大部分都可以获得平均收益。很多基金也可以在基准指数的范围内创造出不错的业绩。不过,当我们扣除成本和费用之后,获得的基金真实回报率常常会低于基本指数的回报率。

对于这些收益平平的基金而言,利用销售人员向潜在的客户群推销是它们唯一可以使自己从众多基金中脱颖而出的方法。这样,它们的成本自然也就相对提高了。虽然这些基金偶尔也能创造出良好的投资回报,但多数情况下,基金经纪们推销的基金却总是表现平平,尽管这个市场上其实并不缺乏持续创造出高收益率的基金经理。当你坐在一个经纪商、分销商或者金融顾问的办公室里,而他又正在极力向你推销某只有销售服务费的基金时,你就应该问问你自己,“如果这只基金真的是这么好的投资选择,为什么还要付给这些人报酬,让他们帮助推销呢?”

当然,投资者之所以向经纪商或者金融顾问咨询,是因为这些人可以向投资者提供建议并帮助人们构建投资组合。一名好的金融顾问会花很多时间考虑你的投资目标和风险承受能力,然后通过调研为你找到符合你的投资目标的基金或者其他金融资产。

通常,金融顾问会通过以下两种途径之一,为他们提供的专业建议收取报酬:一种是收取代理费,另一种就是每年从你的投资组合中按一定比例提取佣金,这一比例通常是 0.5%~2%,与你每年向基金经理支付的佣金比率相同。这样看来,如果你不支付年费,那么金融顾问只能将销售服务费作为佣金了。一旦你的经纪商通过销售服务费获取报酬,也就难怪他不向你推荐 ETF 产品了,因为推销 ETF 的报酬一般比销售服务费要少。

所以,当你与一个靠销售服务费生活的经纪商打交道时,总会存在一种天然的矛盾,即销售服务费越多,经纪商的工资也就越高,你的投资额就会越少。当经纪商试图向你推销一只销售服务费为 5%,而不是 3% 的基金时,你就一定要小心了。因为也许正是销售服务费为 3% 的那只基

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金才更符合你的投资目标。但如果经纪商没有把它推荐给你,那么你最终很可能买了一只表现差、费用又高的基金。

投资者们通常意识不到,大多数金融顾问都是证券经纪商,但证券经纪商却并不都是受托人。受托人会努力为你谋取最大利益,从而获得报酬,但证券经纪商则没有义务为你的最大利益努力。他们只需要根据你当前的金融状况、投资目标和风险承受能力提出合理的投资建议即可。只要是适合的投资,证券经纪商就没有义务再在其中为你甄选出收益最高的投资项目。如果一个证券经纪商让你购买一只跟踪标准普尔500指数、有销售服务费的基金,他也算是提供了一个合理的投资建议,但他显然没有为你的最大利益而努力,也就是说他并没有向你推荐一个成本最低的选择。

另一种选择:无销售费的指数化证券投资基金

除了上面介绍的基金产品之外,共同基金还可以为你提供一种低成本的选择——无销售费基金。顾名思义,这种基金是没有销售服务费的。这样,你希望投资的10 000美元都会被用于购买指数化证券投资基金,而没有一点儿会被中间人卷走。这是因为,你已经做了所有原本由证券经纪商为投资者做的事情:你自己做了调研,独自填写了购买基金的表格。实际上,在投资的过程中,你是将原本付给经纪商的佣金付给了自己。

在金融的世界里,投资者似乎没有办法脱离经纪商独自前行。为自己购买一只无销售费的基金恰恰是一种评价经纪商真实价值的好方法。事实上,证券经纪商为投资者所作的事情并没有想象中那么难。

大部分指数化证券投资基金和小部分积极管理的基金是不收取销售服务费的。通常无销售费的指数化证券投资基金的营业成本最低,因而它也是最符合成本效益原则的。如果说投资共同基金有一条通用的原则,那么它就是,尽量避免支付销售服务费。

费用比率

在共同基金的招募说明书中,紧随销售服务费之后出现的,是"基金管理年费"部分,也就是我们通常说的费用比率。费用比率是基金财产中用于运作基金的那部分支出,更确切地说,其中一大部分被用于基金的运作。费用比率包含很多种成本费用,但主要的有三种:管理费用(management fee)、12b-1费用和其他费用。其中,其他费用涵盖很多不同名目

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的费用,我们在这里很难一一列举。

共同基金是由基金发起人创立的(发起人也就是我们俗称的主承销商)。我们听说过的大基金公司——富达投资、先锋投资、罗普莱斯、百能(Putnam)、奥本海默(Oppenheimer)和美国基金公司全都是基金发起人。它们创建了大量的基金集合,我们称之为"基金家族"。通常情况下,基金发起人会向基金提供投资顾问和管理者。

创建一只基金,包括在证券交易委员会进行注册、准备法人文件和有关发起人情况的资料。此外,发起人还需要提供购买初始投资组合所需要的原始资本。《1940 法》要求,原始资本中的首期投资不得少于 10 万美元。富达投资和先锋集团是美国最大的两家基金发起人公司。

尽管发起人创建了基金,但基金并不是归发起人所有的资产,而是一家由投资者或者股东所拥有的上市公司。一般情况下,基金发起人会负责集合基金管理所需的三方机构。一方是基金的董事会,董事会控制着基金的全部运营状况,但是不参与日常管理。我们可以将董事会视为受托人,因为他们为投资者管理基金并且代替投资者作出对其最有利的决策。董事会还会就基金合同与运营基金的所有机构洽谈,以确保基金成本的合理性。(见图 6-1)

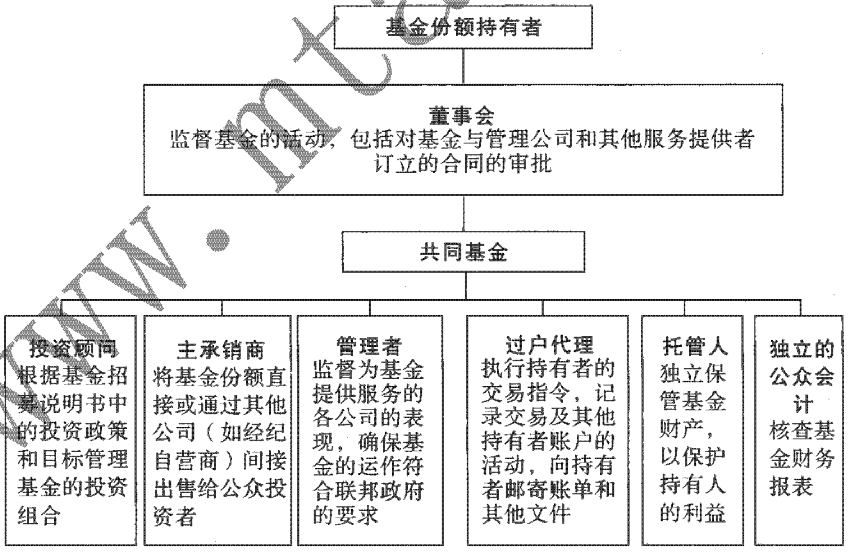

图 6-1 共同基金组织结构

www.mtachn.com

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来源:Investment Company Institute, 2007 Investment Company Fact Book. 版权归Investment Company Institute(www. ici. org)所有。所有资料经其允许方可采用。

董事会本身的开支并不大。根据共同基金业协会(Investment Company Institute)的规定,"董事会的开支只能占基金总资产一个百分点的三分之一(0.0033)"。比如,一只具有10亿美元总资产的基金,只可以付给所有的董事330 000美元。

然而,董事会成员一般隶属于销售基金的基金公司,因此,对于投资顾问收取的佣金数额,他们通常都显得十分慷慨。

按规定,董事中至少应该有40%是独立于基金家族之外的个人,但投资者们却希望董事长和75%的董事都是独立的,他们认为这样才可以加强内部成本控制。

董事会雇佣投资顾问,即我们所说的基金经理,来管理基金资产。他们通常是一队为基金发起人工作的短期资本经营者。每年,董事会都会评估和议定基金经理的酬金。在基金的招募说明书中,这项管理费用在开支费率中列示,并按全部基金资产的一定比例支付。

除了要付给基金经理以外,管理费用还包括经理下属员工的报酬,研发、技术设备、电脑的开支,以及分析师们到公司进行实地调查的差旅费。此外,管理费用还包含支付给行政管理人员以及销售人员的薪金。

不同基金的管理费用差别很大。积极管理的联邦考夫曼基金(Federated Kaufmann Fund)(代码:KAUAX)按基金资产的2.18%收取费用比率,按1.43%收取管理费用。与此同时,富达Spartan 500(代码:FSMKX)是一只跟踪标准普尔500指数的基金,它的费用比率是美国所有共同基金中最低的——只收取0.07%的管理费用,总的费用比率也不过0.1%,只比标准普尔存托凭证(SPDR)的费用略高一点点,而共同基金的平均管理费用是1.00%。

12b-1费用

大多数共同基金,包括很多无销售费用的基金和指数基金,都会收取一项特殊的费用,我们称之为12b-1费用,这是沿用了《1940法》中的名称。在基金的招募说明书中,12b-1费用在费用比率中列示。在收取前端销售费的基金中,该项费用可以达到0.25%;在收取后端销售费的基金中,它也可以高达1%。很多投资者权益的保护者都认为这项费用是

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

变相的经纪商佣金。

对于前端和后端销售服务费,有一点是可以肯定的,那就是我们可以提前知道这些费用的多少,而且它们是一次性收取的。当你去找一个经纪商,让他帮你购买一只共同基金时,销售服务费其实就是为他所提供的服务支付的费用。

在这一点上,12b-1费用与销售费用是不同的。当基金收取促销和广告费用时,其中只有2%是真正用于支付这些用途的,而其余部分都用于为经纪商不断进行的客户服务付费了。事实上,只要你一直持有基金,即使你在购买之后再也没见过经纪商的面,基金公司也要不断向经纪商付费。自从1980年12b-1费用产生以来,它就一直被视作一项特殊的销售费用。经历了20世纪70年代的股市大萧条之后,共同基金业始终处于极度低迷状态,这使得华尔街不得不为共同基金日后的生存而担忧。

共同基金业为了弥补在广告、印刷和邮寄招募说明书以及其他销售宣传方面的开销,极力说服了证交会,允许他们继续从投资者的资产中提取一定比例的费用用于此项特定用途。当然了,投资者也会从中受益。因为收取12b-1费用后,基金公司会更有动力去吸引更多的投资者前来投资,从而增加基金资产。这样,当基金成本为固定数额时,越多的持有者分担成本,就意味着每个人承担的费用比率越低。

不过,随着时间的推移,"12b-1费用并没有减少或消失,反而很快成为前端销售服务费的替代品,而不再像最初约定的那样,作为分销费用了"。证券交易委员会委员克里斯多芬·考克斯(Christopher Cox)在2007年曾经这样说。通过将12b-1费用加入到费率中,基金公司就可以既宣称自己的基金没有销售费,同时又使经纪商们获得报酬了。

一些基金公司认为,经纪商是销售过程的一部分,因此这只是将12b-1费用用于他们初衷的另一种形式而已。还有一些基金家族甚至还用12b-1费用支付共同基金超市的会员费。共同基金超市的存在为投资者提供了一个购买不同种类基金的平台,但是只有缴纳会员费的基金公司才可以参与到超级市场中来。

2006年,共同基金通过12b-1费用共获得了110亿美元的收入。此时,证交会察觉到这项费用的用途有问题,于是它以基金公司将12b-1费用用于支付行政管理费用为由,对一些基金公司提起诉讼。2007年,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证交会正式开始了一项调查,其内容是12b-1费用的真实用途以及是否应该取消12b-1费用。

2007年,共同基金业拥有超过1 200亿美元的资产,他们不再需要担心失业问题了。随着共同基金的不断壮大,12b-1费用也从两个不同的方面不断地损害着投资者的利益。和管理费用一样,12b-1费用是按总资产的一定比率计提的。共同基金获得的资产越多,按比例收取的12b-1费用给经纪商带来的收入也就越多。现金流入的增加又进一步使基金不断壮大,直到最后,它已经不再需要市场营销了。尽管基金经理们都希望自己可以管理大量的资产,但事实上,过多的资产会使基金不能迅速交易,从而降低它的潜在回报率。

更糟糕的是,很多共同基金即使停止销售,即不再需要任何营销时,仍然收取12b-1费用。值得庆幸的是,ETF是不收取12b-1费用的,这就使ETF将潜在的费率降低了0.25%~1%。

营运费用(Operating Expenses)

费用比率的最后一个组成部分是营运费用。除了前面所述的各项支出外,营运费用几乎将运营一只基金所需其他开支全都囊括在内了。其中包括,基金管理人的酬劳、过户代理的支出、托管费用和财务人员的酬劳等。由于在营运费用中,具体包括哪些支出并没有一个明确的规定,因此它还是一个相对模糊的科目。

——管理人(Administrator)。管理人负责管理基金的日常事务。他既可以是投资顾问,也可以是基金发起机构中的其他人或第三方。管理人可以担任多项职能,有时也可以兼任过户代理。

——托管人(Custodian)。证券经纪商在购买到基金投资组合所需的股票后,会把股票交给托管人,由托管人对基金资产进行监管。托管人受雇于基金,因而股东们不必担心基金经理会将基金资产用于私人用途。

——过户代理人(Transfer Agent)。经纪商将股票交给托管人之后,托管人会告知过户代理人,哪些股东进行了投资,投资了多少,希望购买多少股票。过户代理人有责任掌握每位股东的账户情况,并负责记录资金和股票的进出。交易完成后,过户代理人会向投资者发出一份说明此次交易的报告单。另外,每个季度,过户代理人还会向投资者发出另外一份报告单,用以说明投资者所拥有的资金和股票情况。同时,过户代理人

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一般还会提供电话咨询服务,以解答投资者向基金公司提出的问题。通常,过户代理的费用为0.25%~0.4%不等。

——财务人员(Accountant)。每半年,财务人员会对基金持有的股票和财产进行一次审计,并计算出每位股东需要缴纳的所得税。

——指数提供者(Index Provider)。指数基金和大部分ETF都不是自己创造指数,而是跟踪某些公司发布的指数。对于这些公司来说,发布指数是他们业务范围的一部分。例如,拥有最著名指数的道琼斯公司在其发行的《华尔街日报》上发布指数;麦格劳·希尔出版公司旗下,拥有多种指数的标准普尔公司,同样也发布各种金融业的研究报告;此外,麦格劳·希尔出版公司(McGraw Hill)还发行《商业周刊》(*Business Week*)。当共同基金和ETF想准确跟踪这些指数并以它们命名基金时,这些公司便会向其收取一定的费用。

——分销商(Distributor)。分销商,也称主承销商,是基金的主要发起人。他们会和基金公司签订合同,先将所有的基金份额买下,然后再转卖给公众投资者;投资者则直接从发起人那里购买或赎回基金份额。此外,分销商还负责基金的广告宣传和营销。

税金

共同基金公司与其他公司的不同之处在于,每年他们都将几乎所有的投资收益以普通股利或资本利得的形式派发给基金的持有者。通过派发股利,基金将支付税金的责任也一并推给了基金持有者,这就是俗称的"转嫁"。通过这一过程,基金公司将税负转嫁给了基金的持有者。但是对于那些没有派发,而仍然保留在基金中的资产,基金公司必须按规定纳税。通常,我们将这些可以把税金转嫁给持有者的基金公司和不动产企业联盟称为管理投资公司(Regulated Investment Companies,RIC)。

股利

股利是一种权益分红,是每季度分发给股东的公司利润的一部分。如果一只基金持有的股票发放了股利,那么基金公司便会马上将其分发给基金的持有者。2010年以前,对股利征收的税金普遍采用15%的税率。

资本利得

任何投资产品的买卖都会产生资本利得或损失。无论投资者购买股

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票、债券、期货、不动产,还是共同基金、ETF 或者任何其他的投资产品,他都需要缴纳税金;当他卖出这些投资产品时,仍然需要缴税。如果一项投资的卖价高于买价,利润就产生了,或者说是资本利得。相反,如果一项投资的卖价低于买价,就产生了资本损失。而这两种情况都是要缴税的。当获得资本利得时,投资者需要对利得纳税;如果形成了资本损失,则这部分损失可以用于冲抵其他投资中产生的资本利得税,或者用于冲抵经常性收入,以降低总纳税额。

如果投资者投资后,一年内就卖出了,则资本利得按经常性收入缴税。如果投资者的持有期超过一年,则利润可以算作长期收益,从而享受更低的税率。

与其他投资者一样,当共同基金买入或卖出股票时,基金内部就产生了应税事项。如果这项投资产生了资本利得,那么就必须要缴税。这一次,基金公司又将应纳税金转嫁给了投资者。不过,资本利得税金的转嫁与股利税金的转嫁存在着一个显著的区别。基金把股利派发给投资者时,投资者可以选择接受现金股利或者将股利用于再投资。无论选择哪种方式,这些钱都是他们可以随意支配的收入。那么,投资者为一种有形的收入支付股利就显得很合理了。

但是只要投资者一直持有基金,他们就始终见不到资本利得。共同基金获得资本利得时,基金的价格并不一定会随之上涨。更糟的是,即使在市场走低,基金价格下降时,投资者也是完全有可能支付资本利得税的。这是因为,只要基金所持有的股票正以高于买价的价格进行着交易,投资者就必须为之纳税。

在 2000 年的那场股市风暴中,基金价格大幅下挫,很多持有者纷纷抛售了手中持有的基金。为了应付基金的赎回,也就是为了支付给持有者现金,共同基金必须把投资组合中的股票变现,从而也就产生了资本利得。这无疑使那些仍然持有基金的投资者们遭受了双重打击。因为他们不仅要承担投资缩水的损失,还不得不在年底缴纳由于基金组合中股票的卖出而产生的巨额资本利得税。

一只积极管理的共同基金可能频繁地买卖股票创造收入;而指数基金却只会在两种情况下卖出股票:一种是它所跟踪指数的成分股发生了变动,另一种就是持有者想要赎回基金份额。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管指数中的股票构成是相对稳定的,但它们偶尔也会进行调整。例如,包含罗素 1000、2000、3000 的罗素指数每年进行一次调整,这使得很多股票也随之一起变动。一些股票被剔除,另一些股票被纳入。如果一只股票指数在计算中被剔除,则跟踪这一指数的基金也必须卖出其投资组合中持有的该种股票,相应也就产生了资本利得或损失。

然而,指数基金卖出股票更一般的原因是,他们急需现金以应付持有者们的赎回。对于那些购买并持有基金的投资者而言,指数基金这样卖出组合中的股票是很令人头疼的。很多积极管理的基金会持有少量的现金以应对赎回,但指数基金却没有这么大的灵活性。它们必须每时每刻都尽量满仓投资,因为任何一点以现金形式存在的资本都无法与其他资本一起升值,从而形成现金拖累。这会最终导致基金的回报率低于它所跟踪的指数。

例如,一只基金的全部资产都用于投资股票了,而我在此时却卖出了我的基金份额,那么基金就拿不出现金来应对我的赎回。他需要卖出一些股票以筹集足够的钱将我卖出的基金份额再买回来。随后,我拿着钱走了,而基金却因为这些交易产生了新的经纪费,这些费用最终会由剩余的持有者共同承担。此外,如果由于组合中股票的卖出而产生了资本利得,那么我的行为就又产生了一件应税事项。这次,我仍然可以免于缴税,但继续持有基金的那些投资者们却不得不为这部分资本利得纳税。

共同基金的隐性成本

拥有一只共同基金,除了要承担显性成本之外,千万别忘了考虑隐性成本,这些成本同样会影响你的投资收益。与显性成本一样,隐性成本也会削减你资金的规模,使可用资金变少。

开户当天不允许购买基金份额——输在起跑线上

如果你投资的是一只共同基金,那么你在起跑线上就已经输给 ETF 了。也就是说,你的资金眨眼之间就贬值了。

例如,今天是周一,你认为今天将是股市回暖的第一天,于是,你决定投资一只跟踪标准普尔 500 指数、费用比率又最低的基金。以前,你必须先给基金公司打电话,让他们给你发一份表格,这份表格可能需要一周的时间才能到达。但现在,你或者其他的大众投资者可以直接登录基金公

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司的网站,并注册一个网上账户。

然后,你需要给基金公司寄出一张支票。因为投资者是直接从基金公司购买基金份额的,所以也应该把钱付给基金公司。邮寄支票和表格可能需要一到七天的时间,速度快慢完全取决于你的要求。你可以使用隔夜传送系统,但是这需要额外付费。

一旦基金公司收到你的支票,他们就可以为你购买基金了。

在最好的情形下,基金公司周五就可以收到你的钱款。如果在你与基金公司交易的这五天中,市场上涨了5%,那么,很不幸的是,你已完全错过了这轮资本增值。

你也可以通过建立电子资金划转,直接把钱划到基金公司的账户,但是建立这样一个划转系统,也需要几天的时间。电子资金划转系统完成后,资金的划转的确可以快捷很多,但即使如此,你也必须等到资金划转后的第二天才可以购买基金。

就在你购买时,基金价格都可能会上涨

实际操作中,你很有可能会痛失两次资本增值的机会。

你错过了股市回暖的行情,而且此时基金的价格也比你当初决定购买时高了。所以,你必须支付更高的价格或者获得更少的基金份额,这也在无形中降低了你的潜在投资收益。本来你的资金可以买50份基金,但是现在可能只能买45份了。以后,基金上涨1美元时,你也只能获得45美元的收益,而不是50美元。如果基金上涨2美元,那么你只能获得90美元而不是100美元。

这就是隐性成本!你看不见它们,也没有必要计算从你决定购买基金直到最终买入的这段时间,基金价格到底变动了多少。

一旦投资者持有了某只基金,他再想买这只基金时,就可以直接通过存款账户购买了,但这种方式仍然是存在弊端的。如果你拥有直接存款账户,你的开户行会按计划定期向基金公司划款,可能每周一次或每月一次。不过,定期划款也是有缺陷的。例如,计划中规定,每月的第一天购买基金,但从任何一个角度说,这一天都未必是投资的最佳时机。这时,基金经理们购买的一个主要目的就是所谓的“投资组合窗口粉饰(portfolio window dressing)”。窗口粉饰是基金经理们隐藏拙劣业绩的一种手段。每个季度末,基金经理们都会抛出一些业绩较差的股票,买入另

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些飞涨的股票,使季报中的基金业绩比实际上优异一些。这样,你看到基金价格上涨了,便会买入。可是,你买入基金的这个“每月第一天”,很可能就是一轮回升势头的结束、新一轮低迷的开始。

基金份额在一天结束时才能买入

当你已经持有某只基金时,你可以在当天就进行买入交易。你可以直接到某个金融机构将钱汇给基金公司。然而,即使是在这种最佳情形下,共同基金也仍然比 ETF 逊色。

因为在你希望进行投资的当天,基金公司收到你的钱之后,并不会马上出售基金份额,而是一定要等到下午 4 点闭市以后才会进行基金份额的买卖。因为只有在一天的交易结束,所有的股价都不再变动之后,基金公司才可以确定其资产净值(NAV)。这就意味着,作为投资者的你是无法及时捕捉当天市场的动向的。

所以,假设在某个阳光明媚的清晨,你发现市场反弹,于是想买入基金。事实上,市场在这天真的上涨了 1%,但是你却仍然无法获得这部分利润。因为你是在一天结束,也就是反弹结束时才买入的,你买入基金的价格将是当天的最高价。另一种情况是,预计市场将下跌,不幸的是市场当天真的也就下跌了 3%。你可能在那一天的早些时候就打电话给基金公司准备当天卖出持有的基金份额,但是,你也必须等到一天结束时才可以卖出,你的卖出价也会是股市在最低点时基金份额的价值。不管是哪种情况,你的收益都将是最小的。

与上述情况不同,ETF 的投资者则可以有效地避免这些隐性成本,因为 ETF 份额与普通股一样,是通过证券经纪商购买的。这样不仅可以使你在决定投资的当天就买到股票,甚至连买入的时间和价格都与你发出的指令极为接近。当资金从经纪商账户划出后,基金份额几乎立刻被买进了。ETF 和股票一样,允许你作出市价委托、卖出委托、停止损失委托和买入委托。这些委托可以让经纪商知道你希望购买或卖出基金的确切价格。共同基金却不能提供这样的服务,因为共同基金份额只能按其资产净值买卖。另外,ETF 的投资者在卖出基金之后,还可以更快捷地获得钱款,因为在证券交易所交易的上市证券都必须在三天内完成结算。

交易费用

投资者每次购入共同基金份额时,基金公司都必须相应买入股票。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

积极管理的基金可以随意选择多买或少买股票,但指数基金却只能根据投资者的购入情况买入股票。而购买这些股票也是需要成本的。共同基金也和所有其他投资者一样,需要从证券经纪商那里购买股票并且支付佣金。

当托管人从基金公司手中得到你的资金后,他就会把钱划拨给向基金公司出售股票的证券经纪商。一只标准普尔500指数基金的基金经理可能需要同时买入全部500种股票。共同基金可以购买单只股票,也可以进行程序交易(program trade)或者购买期货。不管使用哪种方式,共同基金在向经纪商支付佣金的同时,也都必须向接收股票的托管银行付费。

每天,只要有新的资金进入基金,基金经理就必须购买指数中的所有500种股票,以保证基金资产全部处于投资状态。当相反的情况发生时,基金经理同样需要卖出全部500种股票,这就意味着需要支付更多的佣金。

经纪业务佣金是不包括在基金年度营运费用中的。鉴于基金的主要业务就是买卖证券,我们不难理解这其中的原因。这部分佣金数额庞大,足以影响基金的总回报率,而且又是基金运营所必需的,因此有人希望能将它纳入费用比率。但是出于某种原因,经纪业务佣金一直没有这样分类。

在招募说明书中,经纪业务佣金一直被作为其他资产(assets elsewhere)列示,但这是一种不正当的做法。投资者查看费用比率,希望能够以此确定持有这只基金的成本。但事实上,基金的持有成本是比费率高的。除非投资者发觉到经纪业务佣金并没有被计入到费用比率中,并有意识地寻找这项费用,否则他会对持有这只基金的成本抱有错误的认识。

一项研究表明,共同基金经理们平均每年用于支付经纪业务佣金的费用高达基金资产总额的0.38%,这其中隐含的年交易费用更是高达0.58%。

同时,另一项研究对1995~2005年期间存在的1 706只基金的交易费用进行了核查。将买卖差价考虑进来后,该项研究表明,被交易股票的规模直接决定了投资者回报率下降的幅度。大盘股的交易使回报率平均减少了0.77%,而小盘股的交易成本则为2.85%。

买卖差价(the Bid – Ask Spread)

除了支付佣金之外,共同基金在购买每只股票时,还需要负担隐性的买卖差价。买价是买家购买一只股票愿意支付的最高价格;卖价是卖家出售一只股票的最低价格。买卖价通常以两个数字给出,如20和20.25。较低的价格20美元是买价,较高的20.25美元是卖价。这之间的差额就是买卖差价。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这两个数字只是临界价格,而不是真实的市场价格(第9章中将更加详细地讲解临界价格和市场价格的区别)。这就是说,买家和卖家都已经给出了自己的价格,并等待其他人接受他们的报价。买家和卖家设定临界价格时,就必须承担丧失交易机会的风险。这些临界价格通常是由专家、精明的交易者或者电子交易系统中的做市商设定的。做市商通过促进交易为市场提供足够的流动性。所有的专家都是做市商,但电子交易系统中的做市商却不一定是专家。

当个人投资者或者基金需要立刻买入某只股票时,他们必须以市场价格,即卖家所愿意接受的最高价格买入。当他们需要立即卖出某只股票的时候,则需要以买家愿意接受的最低价格售出。

我们也可以从做市商的角度来理解买卖差价。例如,你想要卖出英特尔的股票。这里我们继续使用前面的例子,即买价为20美元。你希望以一个更高的价格出售股票,但市场上的每个做市商都只愿意以20美元买入你的股票,所以,你最终只能以20美元出售。随后,另一个买家进入了市场,这时,做市商们转而变成了以20.25美元出售股票的卖家。这就是做市商赚取差价并获利的途径。

共同基金通常必须以市场价(即最高价)买入,这显然会损害基金的利益。更糟糕的是,基金一般希望在一天的交易接近尾声时购入股票。因为基金资产净值是以投资组合中所有股票的收盘价计算的,没有任何一只基金愿意提前买入股票,并承担以低于买价的价格卖出基金的危险。因而,基金会以"收盘价"买入股票。这种类型的委托也指示着经纪商们也以全天最后交易价格买入股票。此外,此类委托还无形中泄露了基金公司打算买入股票的意图甚至买入数量。经纪商和交易商们经常会提前买入基金所需的股票,并以比买价高出几美分的价格卖给基金,这也提高了基金的运营成本。

尽管有时ETF也需要在市场上购入股票,并支付交易费用,但这种情况毕竟是少数。

软美元(Soft Dollars)

很多共同基金是基于一种所谓的回扣协议与经纪商合作的,即基金只通过特定的经纪商进行交易,经纪商因此而多获得的收益就是基金对他们为基金进行股票调查的回报。这种情况下,经纪商并不会通过调查

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

工作而向基金公司收取服务费,而是通过制定较高的、非竞争性的经纪业务费率作为补偿。这种制度被称为回扣协议,或"软美元",它会通过提高交易成本而损害投资者的利益,而基金公司也并没有义务告知投资者他们需要支付给经纪商多少佣金。

表6-1向我们全面地展示了共同基金和ETF的费率对比情况。

表6-1　　费率对比

共同基金	ETF
销售服务费——投资额的一定比例提取	证券经纪商佣金——价格固定
管理费用	有,但ETF的管理费用不同于单位投资信托
12b-1费用	没有
托管费	有
过户代理费	没有
管理者酬劳	有
财务人员酬劳	有
指数使用费	有
基金和单只股票的资本利得税	极少
销售费用	没有
共同基金中的隐性成本:	
寄出支票和真正买入基金份额这段时间差内的利润损失	没有
由于价格提高,买入数量相应减少而产生的潜在利润损失	没有
共同基金为投资组合买卖股票时支付的佣金	极少
共同基金支付给托管银行的从经纪商处接受股票以及把股票交给经纪商的费用	没有
基金的交易费用	没有
基金的买卖差价	基金买卖差价不需要由ETF支付,而是由投资者们在二级市场上支付
回扣协议	没有

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创设基金单位:基金公司是如何让 ETF 成本如此低廉的

ETF 由于不需要经常买卖投资组合中的股票,因而节省了很多共同基金必须要支付的费用。这一点可能听起来很奇怪:基金持有股票但是却不买股票。这恰恰就是 ETF 的秘密所在。由于 ETF 不购买股票,也就避免了各种各样的费用支出。共同基金中,持有者们除了一直持有他们的投资之外,什么都没有做,但却要支付买卖股票的成本。但 ETF 则不同,它将这部分成本转移给了致使这些成本发生的公司或者个人。ETF 的这种转移仅仅通过一种独特的工具,即"创设单位"就可以完成。创设单位本来是内森·莫斯塔、斯蒂芬·布卢姆和道格·霍姆斯为 SPDR 开发的 ETF 篮子股票,它是莫斯塔在仓库中获得的灵感的实践。

作为投资者,我们应该时刻关注费用,因为它会损害到我们的投资回报。尽管投资顾问、基金经理和其他很多人都有权利按他们的意愿收取服务费,但正如奶奶过去常常对我说的一样,"钱放在自己的口袋里才是最稳妥的"。

创设基金单位的产生无形之中解决了不少问题,也消除了很多不必要的费用。

ETF 只是不购买股票,但并不是不持有股票。事实上,ETF 持有它所跟踪指数中包含的全部股票。那么 ETF 是如何获得这些股票的呢?其实,ETF 只要通过与所谓的"经授权的参与者(Authorized Participant, AP)"进行物物交换,就可以获得所需的股票了。通常,经授权的参与者可以是一家投资银行、专业公司、经纪自营商或者其他市场参与者,只要它是存托及结算机构的会员就可以。存托及结算机构是负责结清股票交易账目的结算所和托管机构。(见图 6-2)

一旦一家公司与 ETF 的代理,也就是受托人,签订了合作协议,这家公司就成为了经授权的参与者。它通常是一家专业公司或经纪自营商。因为只有经授权的参与者才可以构造市场上出售的 ETF,而 ETF 份额又是由专业公司或经纪商卖给机构和个人投资者的,因而它们是创设 ETF 份额需求最大的一方。规模小的 ETF 通常只需要一个经授权的参与者,而像 SPDR 一样规模大、流动性强的 ETF 则需要多个经授权的参与者。

和共同基金一样,我们案例中的 ETF 是跟踪标准普尔 500 指数的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然,我们也完全可以购买 iShares 公司的标准普尔指数基金(代码:IVV)。但在本例中,我们将使用 SPDR(代码:SPY)。

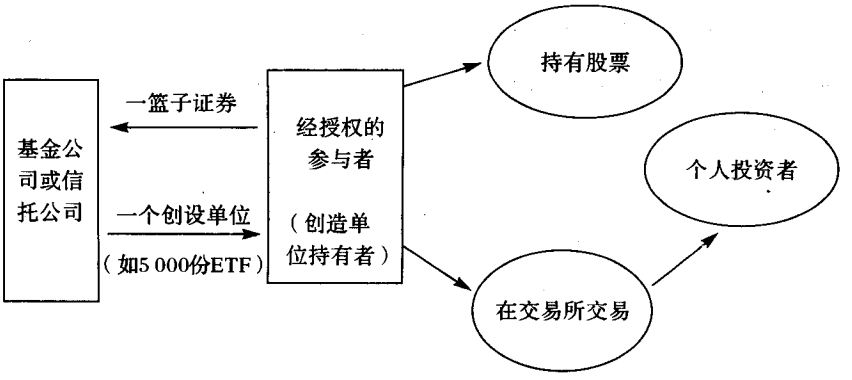

图 6-2 ETF 的产生

来源:Investment Company Institute, 2007 Investment Company Fact Book,版权归 Investment Company Institute(www.ici.org)所有。所有资料经其允许方可采用。

当经授权的参与者想购买新的 ETF 份额时,它必须先集齐购买预定数量 ETF 所需的部分或全部股票。

整个过程的第一步是,经授权的参与者把自己想要更多股票的想法告诉 ETF 的受托人。为了不浪费任何一方的时间,ETF 公司只出售数量在 25 000 到 600 000 份之间的大宗基金份额。然后,由受托人告诉经授权的参与者指数中包含哪些股票。由于 SPDR 是一个单位投资信托,所以 ETF 的受托人会确切地告诉经授权的参与者应该购买哪 500 种股票。如果经授权的参与者想购买 100 000 份 SPDR,那么它应该将足够数量的篮子股票存放在 ETF,并与其交换既定数量的 ETF 份额。如果标准普尔 500 剔除了一只成分股,而加入了另一只,那么用于交换 ETF 份额的篮子股票也要作出相应的调整。

高透明度是创设单位存在的直接结果

创设单位是 ETF 高透明度美誉的来源。由于经授权的参与者需要知道基金的确切投资组合,以便它们可以准确地购入篮子股票来交换 ETF 份额,这样,投资者们也就可以知道 ETF 持有的股票组合了。这与积极管理的共同基金是有着本质区别的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

积极管理的共同基金的基金经理希望基金的业绩可以优于其他基金和市场指数,因此他们会尽力不让人知道他们的投资组合和投资策略,他们不愿意其他基金经理窃取他们的想法。即使是指数基金的基金经理们也希望自己可以在选择用多少资金跟踪指数和用多少资金持有其他证券之间有更大的回旋余地,因此,指数基金经理们也不喜欢公开他们的持仓情况。证交会要求所有基金每个财务季度都公布一次他们的持股状况。但这种信息披露并不是在每季末立即完成的,每个基金都有 60 天的信息披露期。在这段时间内,基金的投资组合可能发生巨大的变化。基金经理们可以卖掉两个月以前持有的每一只股票,但投资者对此却无从得知。相比之下,ETF 的基金经理就没有这么大的活动范围了,因为 ETF 持有的投资组合是受到约束的,不经证交会同意不可以随意变动。

没有现金拖累

当你没有投资共同基金时,你不会知道基金资产的运用情况。尽管你可以从证交会公布的文件中了解一些有关基金投资的情况,但是他们无法确切知道基金是用 100% 的资金购买了股票,还是只投入了 90% 在股票中,而将剩余的 10% 以现金形式持有以应对赎回。没有用于投资的资金是无法产生利润的,或者只能产生很少的利润,这就是所谓的“现金拖累”,这一点我们在前面已经介绍过了。它的意思是说,没有投资的那部分现金会拖累基金的整体表现。为了避免误解,在此需要交代一下:ETF 是单位投资信托,但标准普尔存托凭证、钻石基金和 Qubes 实际上都还是有一小部分现金拖累的。因为单位投资信托无法将股利进行再投资,因此在股利发放给投资者之前,股利就变成了没有用于投资的现金。

没有投资风格的变化

对于共同基金来说,经常存在一种所谓的“投资风格”。一位有经验的基金经理一般都有自己独特的投资风格,比如喜好大盘成长型股票,小盘价值型股票,或者稳健型股票。当他脱离自己原有的投资风格,转而投资其他领域的股票时,投资风格就发生了变化。比如,一只投资大盘股的基金开始购买中型股票,或者一只喜欢稳健投资的基金突然开始买互联网股票,我们就说基金的投资风格开始慢慢改变了。根据投资管理协会的一项研究,有多达 40% 的积极管理基金的基金经理们都不会按宣传册中所说的风格进行投资。但由于基金只需要每年披露四次其持股情况,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此,投资者们永远不会知道基金是否持有了应该持有的那些股票。

多样化

购买共同基金的另一个问题是,它的投资组合并不像你想象当中那样多样化。有时,你购买很多基金,是因为你希望实现投资的多样化,但你的这种想法却经常在不经意间被打了对折。比如你购买了纳斯达克100指数基金、积极管理的科技类基金和积极管理的大盘成长型基金。看上去,你的投资组合好像很多,但如果仔细观察,在不同的基金中一定会存在重复的股票。比如,微软、英特尔和谷歌这三只股票可能都包含在所有这三只基金当中。

与之相比,你不需要有任何猜测,就可以很容易地预知ETF的投资组合。这使得投资者和投资顾问的工作都得到了简化。作为投资者的你可以确定已经买入了自己想要的。在投资的纯粹性方面,ETF显然也要优于共同基金。

如果你想买入SPDR,那么基金就会完全买入标准普尔指数中的所有500种股票,没有投资风格的改变。显然,没有比这再纯粹的投资了。ETF的投资组合必须与对外公布的完全一致,因为经授权的参与者需要复制这一组合以构造出创设单位。这一点不会因你是否购买而改变。如果你希望投资更加集中,比如说投资于一只小型价值基金,那么你可以购买iShares的罗素2000价值股指数基金(代码:IWN),它会满足你的要求。或者,你想要投资一些金矿类的股票,那么Market Vectors金矿指数ETF(代码:GDX)会告诉你它所包含的所有37只金矿类股票的名称及其在投资组合中的权重。

交易费用

创设单位是ETF成功背后的秘密。通过为ETF找到一条可以不用购买股票就可以持股的途径,ETF就不再需要支付经纪业务佣金和其他交易费用了,这是节约开支的主要方面。ETF买卖股票的成本、经纪业务佣金和过户代理费用全部由经授权的参与者承担,购买股票以及把股票变成ETF份额的工作也全部由经授权的参与者完成,连ETF的托管费用也是由经授权的参与者支付的。这是因为创设单位是由经授权的参与者,而不是基金公司负责构造的。此外,在ETF被赎回时,也是经授权的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参与者负责拿回股票的。

和往常一样,上述情况也是有例外的。所有的 ETF 都有需要支付现金买入股票的时候。比如,当经授权的参与者由于受到限制而不能购买某只计入指数的股票时,ETF 就需要自己花钱购买这只股票。也就是说,ETF 偶尔也会购买一定数量的股票。但是这种情况毕竟是罕见的,所以总交易费用也十分微小。

这样,在 ETF 中,大部分或者经常是全部的现金与股票之间的转化费用就都落在了经授权的参与者身上,但在一只共同基金中,这些费用却都是由投资者承担的。

正如前面所述,共同基金的交易费用可能相当庞大。经纪业务佣金和其他交易费用加起来平均可以占到基金资产的 0.38%。

进一步说,交易费用的产生是经授权的参与者引起的,所以也自然应该由他们来承担。如果经授权的参与者发现市场需要更多的 ETF 份额,他就会愿意通过创设更多的份额,从而获取利润。同样,如果市场需求缩减,经授权的参与者就会相应减少 ETF 份额的供给。

当 ETF 被赎回时,相反的情况就会发生。如果市场上很多人都在抛出 SPDR 份额,经授权的参与者的存货就会大量积压。这时,他们也同样可以要求向 ETF 退回或赎回基金份额。但经授权的参与者赎回基金份额时,通常换回的不是现金而是投资组合中的篮子股票。赎回后,他们还可以再选择卖出或继续持有这些股票。

ETF 的这一特点,即构成指数的篮子股票的有形传递,是 SPDR 的创始人从美国证券交易所的 EIPs 中借鉴的。也正是这一特点使得 EIPs 比现在费城股票交易所的 CIPs 还要著名。现在,人们已经把 ETF 的这种特点,当成了 ETF 创设单位的基础。

最容易处理的交易

经授权的参与者用构成指数的所有股票合成股票篮子之后,会将这些股票存放在 ETF 的托管银行。作为回报,ETF 的托管银行会交给经授权的参与者相应数量的 ETF 份额。一个 SPDR 的创设单位可以换取 50 000份基金份额。ETF 份额就像是商店的收据,内森·莫斯塔这样描述:事实上,人们也的确把它们称为“收据”,如 SPDR 的全称就是标准普尔存托凭证。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正像你拿着批发商店开出的收据可以换回真实商品一样,ETF 份额的作用就是使持有者可以换回存放在托管银行的真实股票。经授权的参与者用 ETF 份额换取的是篮子股票,而不是现金,这就是说,它们互换的东西是对等的,即份额换份额。这种交易被称为以货代款交易("in - kind" trade),它也为 ETF 带来了一个意外的惊喜。因为,同类交易使 ETF 可以免于缴纳这部分资本利得税,而这部分收益也就成为了 ETF 更为著名的节税效用的基础。

美国国家税务部门(IRS)认为,一笔用物品换取现金的交易才是应税事项。另一项美国税收法令也规定,任何将股票存放在托管银行或者取回的交易都不算是应税事项。这样,当经授权的参与者决定赎回标准普尔存托凭证份额时,它只会按照当天的基金净值取得相应数量的组合股票。这个过程中,现金并没有换手,只是基金份额和股票份额的交换而已,因此也并不会产生任何应税事项。只有当经授权的参与者将持有的股票在公开市场上出售,而不是卖给 ETF 时,才需要纳税。

但对于共同基金而言,每买卖一次股票,都会产生资本利得或损失。在这点上,它与 ETF 差别很大。

还记得在本章之初,我赎回了我在指数基金中份额时的情景吗?基金并没有现金可以支付给我,所以它不得不卖掉资产组合中的一部分股票以应对支付。我成功避开了由我引起的资本利得,但现在所有剩余的持有者们却必须为之纳税。如果市场走低,又有大量的持有者赎回基金,那么持有基金的投资者就会变得越来越少,而剩下的每个持有者就会承受越来越大的税收负担。

相反,如果经授权的参与者从 ETF 那里购买股票而非卖出,那么,在这次交易中,同样不会有任何交易费用产生。此后,经授权的参与者选择在公开市场上卖出 ETF 份额。公开市场是供投资者们买卖证券的地方,公开市场上的投资者们会因为自己的买卖决定而形成资本利得或损失。然而,由于 ETF 份额不是直接从基金手中购买的,所以基金公司内部的运作情况也不会与投资者有任何的税务关联。

这样,ETF 又一次由于没有直接买卖指数中的股票,而成功避免了共同基金持有者们不得不承担的一项重要费用。如果你现在是一个共同基金的持有者,你想知道自己到底为资本利得支付了多少税款,你只要查看

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一下自己的税单就可以了。

“虽然美国税法规定,国家税务部门只可以对两次交易的现金差价征税,但这仍然是很大的一笔钱。”曾经在世纪之交任职于美国证券交易所产品研发部的鲍勃·图尔这样说道,“大多数人不了解税法中关于物物交换的规定。很显然,股票市场的参与者还没能注意到商品市场、物品和物物交换的发展是如何受税法影响的。但是,内森·莫斯塔却深谙其中的奥妙,因为他正是来自于商品世界。”

图尔认为,如果 ETF 只是进行了项目交易,而没有很好地利用税收规定的话,它是永远不会问世的。事实上,低廉的成本和节税效用共同造就了 ETF 今天的规模。

没有过户代理费

ETF 除了不需要支付前面所述的费用外,还不用承担过户代理费。因为 ETF 通过一种奇妙的谋划,使自己只拥有一个持有者,就是存托公司(DTC)。存托公司是股票的中心保管机构,是存托及结算机构(DTCC)的分支。DTCC 和它的分支机构是负责所有股票、公司和市政债券、政府和抵押债券以及衍生品结算的中心托管机构和清算所。DTCC 也是共同基金重要的信息处理中心,负责基金与销售网络的连接。

在电脑没有出现以前,交易股票时,卖者就会将一张真实的凭证交给买者。到 20 世纪 60 年代时,由于这种纸质凭证太多,以至证券市场每周都不得不闭市一段时间来为交易结算。

现在,你基本上不会看见股票凭证了,因为几乎所有的股票都会一直存放在 DTC 的中心存托所里。DTC 的每一笔交易都是通过电脑的记账系统进行的。这个系统通过电子凭证在一个账户和另一个账户之间划转,而不再像以前一样在经纪商之间传递真实的纸质凭证。

DTCC 的另一个组成部分是国家证券清算公司(NSCC)。它是中心交易计算机(central counter party computer),通过电子交易负责结算和追踪每天所有的股票交易。NSCC 的作用之一是保证交易的顺利处理。按照规定,卖家应该在三天内交出已出售的股票。如果到期时卖家没有拿出股票,NSCC 就会自动介入,并且按照原先预定的日期强制完成交易。因此,NSCC 也是一个买入和赎回基金份额的清算代理。

用金融术语来说,“DTCC 的作用就是综合 NSCC 和 DTC 的工作,简

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

化结算和存托交易的流程,从而降低成本和提高资本效率。"假设你在经纪商的账户中拥有股票,但经纪商并不拥有真实的纸质股票凭证,而是拥有一个电脑文档,里面有能够证明你对股票所有权的电子凭证。另外,DTCC 是不与个人投资者打交道的,它只与经纪公司、银行、共同基金和其他金融服务机构进行交易。

比如说你在美林证券有一个经纪商账户,你想要购买 100 股因特尔的股票,那么美林证券的交易商就会到证券交易所为你买入这 100 股股票。之后,证券交易所会把美林证券买入的股票和买入价格通知 DTCC。如果还有另外 9 个投资者也都购买了 100 股这种股票,那么 DTCC 就会在它的账簿贷方记上美林证券 1 000 股股票。DTCC 并不知道每个个人投资者是谁,也不知道他们每人持有多少股票,它只知道美林证券是记录在案的持有者,而且股票的数目也都记录在美林的账户上。经纪商则需要确保正确数目的股票进入了正确投资者的账户。

当你通过经纪商购买一种金融证券时,资金也会通过电子系统转移到卖家的手里,股票则会从卖家的电子账户转出,通过电子凭证转入你的账户。此外,这个数据录入端还会记录客户购买股票、债券、期货或者其他任何金融资产的数量。在整个过程中,纸质的凭证并没有转手,只是电子符号在纤维光缆之间传递而已。

通过这个系统交易的机构称作 NSCC 或者 DTC 参与者。这些 DTC 参与者们是经授权的参与者,他们有权交易特定的 ETF 份额。当经授权的参与者用股票构造出创设单位,并用以交换 ETF 时,相应数量的每只股票就都会通过电子通道转移到 DTC。DTC 再通过电子转移方式将股票转出经授权的参与者的账户,存入 ETF 托管机构。然后,ETF 会把 50 000 份 ETF 转入 DTC 的存放所,并进入所谓的综合账户。这样,对于 ETF 而言,DTC 就成为了它唯一的持有者。

当 ETF 要发送代理须知(proxy statements)给它们的真实持有者时,所有的 DTC 参与者都会通知 DTC 他们需要的代理须知总数,再由 DTC 转告 ETF。ETF 也会将所有的代理须知先发给 DTC,再由 DTC 转交给 DTC 参与者们。

由于投资者们不是从基金公司直接购买 ETF 份额的,而且 DTCC 又是唯一记录在案的持有者,因此 ETF 无法知道它的持有者到底是谁,也

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有任何一个地方会将 ETF 的全部持有者名册列示出来。这种机制对 ETF 是有利的,因为这样就不再需要过户代理了。ETF 既不需要知道持有者投资了多少资金,拥有多少份额,也不需要为每一笔买入寄出对账单,更不需要在季报中记录投资者的账户。ETF 同样不用担心丢失凭证,因为在整个过程中,它都没有接触过纸质的凭证,全都是用电脑完成的。ETF 不需要过户代理的特点为它节省了很大一笔费用支出,这部分支出可能占指数基金费用比率的 0.15%~0.4%。

DTCC 证券管理部副经理汉克·博鲁萨(Hank Belusa)这样评价 DTCC:"行业的发展告诉我们,如果买卖的过程没有 DTCC 的存在,ETF 将无法发展壮大。"

不要同情经授权的参与者

创设单位的产生在降低 ETF 成本的同时,增加了经授权的参与者的成本。但不要为他们支付的这部分费用产生同情。因为,首先,大经纪公司和其他机构比个人投资者有更多的途径抵消资本利得。其次,经纪公司不需要像个人投资者一样支付佣金,他们本身就是经纪商,因而只需要付给交易所的专家,精英交易员买卖差价就可以了。除此之外,他们什么都不需要支付。

你会认为,差价是支付给专家们的佣金。不错,事实上,经纪商的确也是需要支付佣金的,不过他们不需要支付经纪费用。

经授权的参与者同样不需要自己到市场上去购买股票。因为经纪自营商们通常都存有一定数量的股票可以直接卖给他们的投资者。如果经纪商需要卖出股票,他们也可以从自己的股票存货中卖出,而不需要支付任何交易费用。或者,如果经纪商的客户刚好想要出售股票,那么经纪商同样可以不去市场,而直接从客户手中购买股票。这种情况下,经纪商也不需要负担交易费用或买卖差价,反而可以从客户手中赚取佣金。

但是,无论经授权的参与者通过哪种途径获得换取 ETF 的篮子股票,他都要面临一种负担潜在费用的风险。因为投资者们在交易所的交易时间购买 ETF 份额,但是经授权的参与者却不是。他们购买 ETF 就好像你购买共同基金一样:一方面,ETF 的资产净值仅仅在每天下午 4 点闭市以后才能确定;另一方面,ETF 也同样需要全面考虑受托资产和费用。

ETF 白天交易价格的波动直接决定每天交易时间结束时 ETF 的净值

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的多少,但资金流动对经授权的参与者的影响则不那么严重。每年只要有几千宗,而不需要上百万那么多的交易,就足以让经授权的参与者平衡他们大部分的资本利得和损失以逃避资本利得税了。

ETF 需要负担哪些成本呢?

ETF 当然也是有各种费用和支出的,毕竟运作投资组合也是需要成本的。下面的内容会使你详细了解到持有 ETF 需要支付哪些成本。

ETF 的费用比率

当人们说到 ETF 比共同基金要便宜时,他们通常是指 ETF 的费用比率要比同等规模的共同基金要少。其实,ETF 与共同基金支付的费用种类是相同的,只是从数目上,ETF 要小一些。ETF 需要支付给计算指数的公司使用其指数名称和指数计算结果的许可费用。此外,虽然作为单位投资信托的 ETF 不需要支付给投资经理酬金,但是开放式 ETF 却需要支付投资经理酬金。不过由于 ETF 是一种消极管理的基金,运作这只基金不需要频繁的交易,因此,管理费用数目并不大。单位投资信托雇佣受托人运营基金,开放式 ETF 同样要付给董事会报酬。托管人负责基金资产(包括构成指数的各种股票和 ETF 份额)的安全,他们也会收取一定的费用。另外,财务人员也会收取审计费用。

当然,基金的发起人是不收费的。美国证券交易所帮助 ETF 上市的过程不收取费用——因为证交所并不想经营这只基金,而是希望通过巨大的交易量赚取交易费——所以,证交所有一个不成文的规定:基金的发起人只收极少的费用甚至不收费。

以下五项构成了 ETF 费用比率的主要部分:

1. 指数使用许可费;
2. UIT 的受托管费用或开放式 ETF 的基金经理酬金;
3. 开放式基金的董事会支出;
4. 托管费;
5. 财务人员开支。

除了运作基金所需的各种成本之外,ETF 的投资者们还需要支付运作基金以外的费用。下面几部分就对这些费用进行介绍。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETF 投资者需要独立支付资本所得税

ETF 不需要将任何资本利得税转嫁给它的最终投资者——这是由它独特的单位创造和赎回机制所决定的,因此 ETF 比其他指数基金更具有节税效用。但这并不意味着 ETF 的投资者可以完全避税。ETF 也因为指数调整而不得不抛售投资组合中的股票,相应产生资本利得或损失,只是这种情况很少发生而已。大部分的 ETF 投资者只需要考虑他们卖出 ETF 份额并获得的资本利得后需要缴纳的税金就可以了。这并不是在逃税,只是 ETF 的投资者可以根据自己的,而不是 ETF 的投资时间表纳税。

ETF 的投资者不像共同基金的投资者那样直接从基金购买份额,而是从个人经纪账户购入。你从 ETF 中获得资本利得的方式与从公司股票中获得的方式是相同的。正如对待你所持有的其他应税投资一样,你也会在对自己税收规划最有利的情况下才卖出 ETF。

ETF 的投资者们有可能在一天之内就买卖基金份额,也有可能买入之后一直持有十年之久。他们可以根据不同的税收规划选择卖出 ETF 的时间,从而达到节税的效果。首先,他可以将 ETF 持有超过一年,以确保可以享受更为低廉的长期资本利得税率。或者,他也可以通过卖出 ETF 份额来冲销组合中其他资产的资本利得或损失。当然,这种适用于 ETF 的策略同样也适用于股票。不过,无论投资者选择何时卖出股票,都不会影响到其他投资者。

共同基金的持有者也需要支付资本利得税。不过与 ETF 相同,这也是对个人投资者而不是基金的应税收入征税。当共同基金的持有者卖出基金时,共同基金就必须为应对赎回而卖出资产中的股票。此时,卖出基金的投资者可以避免缴纳资本利得税,但资本利得税被留给了那些还留在基金中的投资者们,而不是卖出基金的人。不过,同以往一样,个人投资者的交易也会增加自己账户中的应税事项。

ETF 对注册投资顾问(RIA)来说也是一种有益的投资产品。因为,注册投资顾问不仅要确保客户投资组合的多样性和收益状况,还需要关注客户的税收规划。

最后要说的一点是,ETF 的持有者一般只需要支付一次资本利得税,而共同基金的所有者则几乎每年都需要支付一次。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特例

有一种情况,ETF 会在出售份额之前,就将资本利得悄悄转嫁给投资者。正如本章前面所讲述的,指数基金只在两种情况下才出售股票:一种是投资者卖出他们持有的份额时;另一种是指数的构成发生变化时。由于 ETF 的个体投资者卖出基金时,不是把 ETF 份额换给了基金公司,而是卖给了二级市场上的其他投资者,所以 ETF 的组合股票不用于出售,而是用于和经授权的参与者交换 ETF 创设单位。因为卖出 ETF 的投资者并不会影响到 ETF 中的其他投资者,那么,对于 ETF 的持有者而言,潜在的问题就只剩下指数构成的改变了。

被纳入标准指数计算的上市公司的经理们希望指数结构的变动可以最小化。但是公司兼并、分拆以及经营的稳定性无法达到指数要求的标准等原因都可能导致一家公司被剔出指数的计算。此外,一些创新类股票指数会经常对其成分股进行调整。一旦一家公司被某个指数剔除,所有跟踪这一指数的基金都必须卖掉它们所持有的这家公司的全部股票。当然,ETF 也不例外,它也会像共同基金一样抛出投资组合中的这种股票。

以货代款交易可以在很大程度上削弱这种冲击。资本利得是卖价减去买价的差额,那么如果买价为 1 000 美元,卖价为 2 000 美元,则资本利得为 1 000 美元。假设这是一项短期收益,则该项资本利得需要按经常性收入缴纳 35% 左右的所得税,具体税率视你的年收入而定。如果股价仅仅由 1 000 美元涨到了 1 100 美元,那么所需缴纳的税额为 35 美元。

但与指数基金不同的是,ETF 有办法使资本利得变少。它是通过提高基金持股的持有成本来实现它的这种做法的。经授权的参与者购买 ETF 份额时,会向 ETF 存入相同数量的股票。假设股票的价格每天都在涨,那么今天存入的股票就会比昨天的贵,相应的持有成本也会提高。这就是说 ETF 可能以很多不同的价格持有大量的同一种股票。

当经授权的参与者赎回 ETF 份额时,基金会把篮子股票返还给经授权的参与者。返还的篮子股票通常是持有成本最低、也是持有时间最长的那部分,因为它们在将来卖出时产生的资本利得会最大。这样,每次有份额被赎回时,ETF 就把组合中买入价最低的股票给出去,这样就可以提高 ETF 的平均持有成本了。

这与指数基金的做法刚好相反。指数基金卖出股票时,卖的总是最

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

近买入、也是成本最高的那些。ETF 则在不断提高其持股成本的同时,不断降低一旦股票被剔出指数计算、需要抛售时将产生的潜在资本利得。另一方面,共同基金也会通过卖出最近买入的股票,不断降低持有成本,提高未来基金大规模抛售这只股票时获得巨额资本利得的可能性。

在标准普尔存托凭证产生后的漫长历史中,它从来没有发放过短期资本利得,而长期资本利得也仅仅发放过一次而已,那次也仅仅是每份发放 90 美分,这还是由于基金管理失误造成的。虽然产生资本利得的可能性总是存在,但它却极少成为现实。因为精明的 ETF 经理们在追踪古老的股指时,总有办法抵消掉基金的全部利得的。

很多新指数的产生就是为了让 ETF 经常调整其投资组合。通过频繁的变换指数构成,使很多股票被指数剔除。这种高频率的更新可以创造出稳定的流转资本利得。尽管如此,大部分的 ETF 还是有办法抵消掉所有的利得的。

经纪业务佣金

指数共同基金的支持者们会说:"不错,共同基金的确需要支付交易费用和买卖差价,而无销售费的指数基金是不用花费投资者任何费用的。"

在很大的程度上,这种说法是正确的。大多数指数共同基金属于无销售费的基金,它不需要任何的销售费用和佣金。由于 ETF 是在证券交易所交易的,因此它的一切交易都必须通过证券经纪商进行,而经纪商们是收取佣金的。投资者每买入或卖出一份 ETF,都需要支付经纪商佣金。佣金有时可以少到忽略不计,但有时却数额巨大,这完全取决于投资的数额。假设你通过一个每笔交易收费 10 美元的经纪商进行交易。如果你投资 10 000 美元,那么这 10 美元只占总投资的 0.1%,这是很小的一个数字。不过,如果你只投资了 100 美元,那么这 10 美元的佣金就意味着多达 10% 的销售服务费,这会严重减少你的利润。如果你按平均成本法计算成本,那么这笔费用会迅速使 ETF 变得比指数共同基金更加昂贵。关于平均成本法,本章稍后会深入探讨。

你也可能会说,ETF 的经纪业务佣金只不过是取代了共同基金中的过户代理费罢了。对于 ETF 的投资者来说,经纪商的确扮演了很多过户代理人的角色。比如,经纪商会将投资金额记在你的投资账户中;他还会促成交易,并发出确认书;在季末,经纪商还会发出一张资产组合报告单,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上面列示着你所有的投资及价值。

对于一笔交易额为 10 000 美元的交易而言,10 美元的佣金只是 0.1%,或者说是一个百分点的十分之一,再或者是十个基点,20 美元就是 0.2%。我们可以将它与平均比率在 0.25% 到 0.4% 之间的过户代理费作个比较。在此例中,过户费相当于经纪佣金的两倍,并且每年都要收取。当然,这一倍数关系也取决于投资的规模。10 美元的佣金对于一笔 1 000 美元的交易来说是 1%,这相当于过户费的四倍。

买卖差价(Bid – Ask Spread)

经授权的参与者购买用于换取 ETF 份额的股票时,是需要支付买卖差价的;而对于一个到证券市场上交易 ETF 份额的个人投资者而言,你除了支付经纪业务佣金之外,也需要支付买卖差价。买卖差价虽然不计入经纪业务佣金,但它也会提高成本,使你不得不以一个更高的价格买入 ETF。

不过,共同基金的持有者们并不是总要负担这些高成本的。比如,当基金到市场上买入更多的股票时,买卖差价就不再由投资者支付,而是由基金自己支付。正如其他的交易成本一样,买卖差价也是不计入共同基金的费用比率的。不过,这却是一项真实发生的成本。现在,设想一下,如果共同基金每天都需要为每一只股票支付这笔买卖差价,那么乘以它持有的 1 000 只股票,再加总会是多少呢。

股利

每年,共同基金和 ETF 都必须将股利收入的 90% 发放给投资者,因此,在这两种投资中,无论现行的税率是多少,你都必须支付股利所得税。这时,共同基金将再一次占据优势,因为它可以零成本地将股利进行再投资。

但大部分的 ETF 并没有关注这一点,因此其股利也不会自动再投资,那么再投资就需要你自己来完成了。通常情况下,当你要对股利或其他收益进行再投资时,还需要再支付给经纪人额外的佣金才可以。

为什么我曾经会购买共同基金?

因为,有时你真的别无选择。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

养老金的固定缴款计划(DCPs)限制了你的选择

大部分养老金的固定缴款计划(DCPs)都是只提供给共同基金选择的。DCPs是一个由雇主和雇员共同供款的养老金账户,是根据联邦税收法规命名的。401k计划是为公共部门员工设立的,教育和慈善机构适用于403b计划,而国家和市政公务人员则适用于457计划。这里,请大家不要将这些与固定福利计划混淆了,固定福利计划是完全由企业和雇主承担的。

DCPs的巨大好处在于,它可以使你通过延期纳税而省钱。通常,在扣除联邦收入所得税之前,DCPs的供款就已经从你的薪水中划出了,这有效地降低了你的应税工资。同时这笔钱却可以在你的养老金账户中一直免税地增值下去,直到你取出为止。

几乎所有的DCPs都只提供有限数量的共同基金供你投资。最近,也有极少数的ETF被纳入了DCPs的选择范围。在这样一种情况下,除了投资共同基金,你将别无选择。

指数基金的秘密武器

在一种投资策略中,无销售费的指数基金也可以比ETF表现更为出色,它就是所谓的平均成本法。平均成本法是在你拥有多种买入价格时使用的成本计算法。

平均成本法适用于定期进行投资从而降低持股成本的投资策略,比如一周或一个月投资一次。这种计划迫使你不断的购买,即使在市场下滑时也不例外。如果市场价格普遍下降,那么基金份额的资产净值也会随之下降。强迫你在市场价格下降时购买,实际上使你以较低的市场价格吸入了更多的股票,这样就可以降低你持股的平均成本了。

当然,相反的情况就是市场上涨时。这时,投资者只能以更高的价格购入更少的股票。尽管如此,在市场上涨时,劝服投资者购买并不困难,反而在市场下降时,让他们购买却显得更加困难。这种投资方法是一种违反直觉的做法,但实际上,它不仅可以帮助投资者降低平均成本结构,还可以帮助投资者在低价时获得更多的股票。

也许,所有共同基金最能吸引投资者的地方就是"零股"了。它的意思是,即使你没有足够的钱购买一份完整的基金,你也是可以投资的,你只要购买一份的一部分就可以了。这为投资者用最少的资金购买一项资

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产提供了可能。

你可能没有那么多钱进行大宗交易。你的银行账户可能没有5 200美元那么多的钱,但你却可以每周从薪水中挤出100美元,并用一年的时间凑足这5 200美元。这时,你可以把钱放在存款账户中累积一年,当然了,你也知道,这只能赚取很低的利息;或者,你也可以购买"零股"无销售服务费指数基金。如果选择后者,那么你的钱每周都可以立即在市场中运转获利。

如果你把100美元投资到一个每份基金售价75美元的无服务费指数基金中,那么你可以买到11/3(1.33)份基金。但在ETF中则不可以这样,因为ETF的份额必须以整数购买。也就是说,如果你把100美元投资到每份基金售价75美元的ETF中,你只能买到一份基金,而另外的25美元不得不以现金的形式持有。如果你不能再凑出50美元,并和这25美元一起再购买一份ETF,你的这25美元就无法进入市场。在不存在"零股"的平均成本法中,你将必须以现金形式持有这笔钱直到第三期的存款到账,从而可以再买一份基金为止。

"零股"可以帮你节省多少成本取决于投资的规模。如果你一次投资几千美元,那么ETF的佣金就可以忽略不计了。例如,股票价格为52美元,买100股这只股票需要5 200美元的投资,这时,10美元的佣金只占到你投资总额的0.19%而已。

然而,在使用平均成本法计算的情况下,你就不能对ETF的经纪佣金视而不见了,因为它可能把你的利润完全吞噬掉。如果你通过一个贴现经纪商投资,每笔交易都付给他10美元,这看起来是笔不错的买卖。但是,如果你每周都通过他投资100美元到一只ETF中,还是每笔10美元的佣金,那么,花费的成本之高将会令你震惊。本来,通过一年的累积,你的投资总额可以达到5 200美元,但是经纪佣金却占去了你520美元,足足10%的销售服务费。由此可见,每周投入一点的投资策略会使ETF低成本的优势消失得无影无踪。平均成本法使一笔投资的经纪佣金翻了51倍,由0.19%增加到了10%。

没有佣金、"零股"交易和平均成本法所固有的优势是无销售费的指数基金优于ETF的地方。所以,如果你定期进行少量投资,那么用平均成本法计算的无销售费的指数基金可能是你更好的选择。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这种情形下,无销售费的指数基金就有可能成为一种比 ETF 成本更为低廉的投资项目。尤其当共同基金的费用比率小于或等于 ETF 时,这种降低成本的效果将更加明显。鱼与熊掌总是不能兼得,当你这样选择时,你也放弃了 ETF 节税效用、高透明度和可以上市灵活交易的这些优点。

ETF 的佣金 VS 指数基金的销售费

如果投资者从基金公司直接购买无销售费的指数基金,他不需要支付任何佣金。但是,随着投资者投资无销售费的基金时间的增长,共同基金平均成本法的优势会减弱得十分明显。

根据 Invest Company Institute 的数据,82% 的共同基金投资者是通过证券经纪商或注册投资顾问(RIAs)购买基金的,这其中也包括指数基金。正如之前讲的那样,你是要为这些专业人士的服务付费的。

这些收费的顾问们可能让你购买一只无销售费的指数基金,不过你是要缴纳 0.5%~2% 的服务费的。而不收费的顾问们是靠使你投资于某一只共同基金而收取销售服务费的,所以他们又怎么会向你推荐无销售费的基金呢?正如前面所讲的一样,经纪商们并不需要扮演受托人的角色,他们只要提出合理的建议就可以,而不一定向你推荐利润最大化的投资项目。

所以,注册投资顾问们一般会让你购买一只收取销售费的指数基金。相应的,通过经纪商销售的指数基金的费用比率也会比无销售费的指数基金高很多,通常会高出资产总额的 1%。

由于销售费也是一种佣金,所以如果你仍然采用平均成本法计算,并且还是每周都投资 100 美元于一只有销售费、费用比率高的指数基金,那么,随着你总投资额的不断增加,原有的成本优势就会逐渐减小直至最终消失,与此同时,ETF 的佣金占总资产的比重却越来越小。另外,不要忘记,指数共同基金的持有者每年还要支付资本所得税。

例如,你每周向 ETF 投资 100 美元,经纪佣金为 10 美元,销售费就是 10%。但如果你每周向 ETF 投资 500 美元,那么 10 美元的销售费就只占投资额的 2% 了。另一种情况下,假设你每周向一只指数共同基金投资 500 美元,并支付 2% 的前端销售费,那么这两种情况下的成本是相同的。然后,你再来比较二者的费用比率。90% 的情况下,ETF 的费用比率都会

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比共同基金低,所以,ETF 又一次胜出。

你需要支付给经纪商的佣金可能是不断变化的,但 ETF 的佣金却是固定不变的,随着你投资额的增大,ETF 佣金的占比会越来越小。而销售费则不同,它是投资额的一个固定百分比,会随你账户中的投资一同增长。

考虑到佣金这一因素之后,投资者们就不再青睐收取佣金的经纪人了,他们会转向收费的注册投资顾问(RIA)。这一点对个人投资者来说,尤为如此。

很多 RIAs 并不按交易笔数收费,而是根据资产的数额,每年收取一定比例的费用。这样,你不仅不再需要支付经纪佣金,而且还可以使 RIA 把更多的精力投放到你的账户上。因为,RIA 是按照你账户中资产的一定比率收取服务费的,你的资产越多,RIA 赚的就越多,相反,当你的资产缩水时,他获得的服务费也会相应减少。在这种 RIA 按资产数额收取固定比率服务费的情况下,无论你投资的是共同基金还是 ETF,需要支付的费用都是相同的。一般来说,每年为 1%。只有在极少数的情况下,才会出现每年多于 1% 的费用。

另外,RIA 还可以帮助投资者管理 ETF 佣金的支出。如果一个 RIA 有 100 个客户,他们全都购买相同的 ETF,那么这个 RIA 就可以通过一个贴现经纪商进行一笔交易,然后再把买入的份额分给他的每个客户。这种方法与共同基金的过户代理的运作方式极为相似,它可以把 ETF 佣金支出降低到仅仅几美分而已。

有些人喜欢赌博

尽管事实证明,指数策略在 75% 的情况下都优于积极管理策略,但还是有一些人就是喜欢投资于积极管理的基金。

为什么呢?简而言之,这些人希望拥有优于市场的业绩,他们无法满足于只获得市场的中等收益。他们通常认为自己比市场和那些不愿冒险的人更加聪明。不错,市场上确实存在一些投资激进的基金经理,他们有时的确可以跑赢市场。每个人也都希望有这样一位基金经理为自己投资,他们甚至希望可以一直获得这样丰厚的利润。对于这些人而言,他们就是喜欢激进的基金经理。但他们却认识不到或者不愿意相信,所有激进型基金经理的优秀业绩都会有终结的一天。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

小结

本章内容基本上概括了本书的核心——投资 ETF 与投资共同基金的比较。本书第 4 章主要探讨的是指数化与积极管理的比较问题。如果你认为指数化是较优的投资策略,那么接下来要探讨的就是指数中股票组合的结构了。第 3 章中,摆在我们面前的问题是,如果两类基金都投资于公司股票,那么这时,成本、效率和持有的组合就成为了问题的焦点。第 5 章向我们阐述了,尽管你无法提前预知基金的投资收益,但却可以计算成本。因而得出如下结论:你应该专注于削减投资成本。更高的成本就意味着你只能赚取更少的钱,而投资者的目标是用最少的钱进行最佳的投资。

第 6 章内容则为前面章节中的理论提供了论据。在本篇即将结束时,我们得出的结论是,对于个人投资者而言,ETF 是一种比共同基金更有效的投资工具。关于这一点,我们可以从两个角度给出解释。从 ETF 角度看,它可以使你在希望投资时马上就能买进,并且买入和持有的成本也都比较低。从共同基金角度看,它无法使想买进的投资者们立即买进,并且各种成本也较高。

通过仔细研究 ETF 的结构,我们可以了解到创设单位的产生过程,以及它是如何使 ETF 的架构更简单,并进一步形成 ETF 低成本、高税收效率、高透明度和灵活性的显著优点的。同时,当揭开共同基金的面纱时,我们就会发现其各种显性和隐性成本对投资者利益造成的损害。相比之下,ETF 不需要投资者们承担由其他投资者引起的税金和交易成本,在这一点上,ETF 的做法更为公平。然而,ETF 却将主要的成本转嫁给了负责创造和赎回 ETF 份额的经授权的参与者。

在接下来的部分中,本书首先介绍了指数化结构和 ETF 结构的创新。这些创新为资金规模小的个人投资者们提供了很多以前没有的投资机会。然后,本书又集中讲解了组建自己的投资组合的方法。

最后,本书还告诉投资者们一个原则,即投资组合的价值取决于基金的投资策略和持股情况。我们虽然知道指数共同基金是跟踪指数的,但我们仍然很难确定它具体的持股情况。这样看来,ETF 就将成为我们的更优选择,因为它运作的透明度是很高的。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

7

新一代指数跟踪者
The New Indexers

ETF 比预期更早地进入了成熟期。

在 ETF 产生 10 年后,当它在市场中被越来越广泛的投资者接受时,ETF 的第二个成长期开始了。就像一个青年一样,在这段时间内,ETF 经历了一段高速成长。根据 ICI 的统计,从 2003 年年底到 2006 年,ETF 的数量增长到了 359 只,是 2003 年年底时的三倍。与此同时,基金管理的资产也随之飙升了 180%。ICI 是由共同基金、封闭基金、单位投资信托和 ETF 行业共同组成的交易协会。据 ICI 公布的数据,仅 2007 年一年,该行业的基金总数就翻了一番,新增基金 270 只,相当于原有基金数量的 75%。至此,该行业的基金总数达到 629 只。根据 Lipper(美国一基金研究公司)的数据,如果将不受《1940 法》约束的交易所交易基金也囊括进来,那么 ETF 总数将变为 657 只。与一个青少年的成长相似,在第二次成长期成长起来的公司,多数都富有想象力、创造力、有些古怪、盲目无畏,还喜欢把前辈们说成是"过时"了的。

在 ETF 成长的第一个 10 年中,这种投资产品和它的发行者们就像孩子一样,学习着如何行走、感受着 ETF 的运作方式、努力探索着使自己适应世界需求的途径。20 世纪 90 年代,这个行业向每一种主要指数都迈出了它婴儿般的步伐。它从跟踪至尊的标准普尔 500 指数开始,并花了两年时间打造出第二只 ETF——标准普尔中型股 400 指数基金。随后它又用了两年的时间推出了跟踪纳斯达克 100 指数的产品。以这样的步伐,该行业成功推出了跟踪全部五种重量级指数——道琼斯、标准普尔、纳斯达克、罗素、摩根的基金产品,从而适应行业发展的需求。

第一个 10 年过去了,行业中一共产生了五个 ETF 发行者,我们称他们是"ETF 行业之父"。道富全球顾问公司推出了 SPDR,包括以下两个品种:精选 SPDR 和 StreetTracks。纽约银行推出了中盘股 SPDR 和

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

BLDRs。巴克莱全球投资公司(BGI)推出了 iShares,先锋集团推出了 VIPERS,美林证券推出了 HOLDRs。HOLDRs 不是真正意义上的 ETF,这将在第 8 章进行解释。

iShares 于 2000 年推出了它的首批 ETF,一共 38 只。2001 年,另有 19 只新的 ETF 问世。再加上之前的 17 只 WEBS 基金,iShares 共拥有 74 只基金,占据了市场 ETF 总数的 73%。由于真正被美国股票市场认可的基准指数的数量是十分有限的,iShares 为了增加占有率,奋力地抢夺本来属于道琼斯、标准普尔、罗素和巴克莱的市场份额,企图让 iShares 家族可以囊括所有种类的基金。在完成了第一层面的争夺之后,它又展开了第二个层面——指数的争夺。iShares 把大型股票指数拆分为成长型和价值型两个不同的种类。后来,为了占领市场,iShares 甚至为非基准指数也推出了相应的基金产品。iShares 这样做是为了使投资者在需要任何重要类型的 ETF 时,都不再找其他的发行商,因为 iShares 的 ETF 已经囊括了所有类型,可以满足他们的任何一种要求了。

在风驰电掣的基金发行过程中,iShares 还推出了自己的 SPDR——iShares 标准普尔 500 指数基金(代码:IVV)。这只基金很快享受了所谓的"先动优势"。这个首只跟踪一个确定指数的 ETF 在市场上遥遥领先,它受到了所有对此类投资策略感兴趣的投资者和可供投资的资金的关注,直至下一只类似的 ETF 产品推出为止。更多的投资者就意味着更多的交易,这又进一步意味着更大的流动性。更大的流动性常常可以把买卖差价降低到仅仅几美分而已,这有助于削减那些侵蚀投资回报的隐性成本。

2007 年接近尾声的时候,最原始的标准普尔指数 ETF——SPDR,管理的资产达到了 760 亿美元。同一时期,比它晚推出七年的 iShares 标准普尔 500 指数基金则只管理了 194 亿美元的资产,仅为前者的四分之一。你可能会说,这种领先的优势来源于 SPDR 早发行了足足七年,不过此时,另一幕的上演可能会让你改变这种想法。这次,StreetTracks 黄金指数基金(代码:GLD)只比 iShares Comex 黄金指数基金(代码:IAU)提前推出了两个月。然而,截至 2007 年年底,StreetTracks 黄金指数基金管理的资产数额为 152 亿美元,而此时的 iShares Comex 黄金指数基金仅管理 14 亿美元的资产而已。

www.tiaohm.com

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相比之下,共同基金就没有这方面的压力。因为市场上可以同时存在很多只同类型的积极管理的大型股票基金,它们通过投资回报区分优劣,投资回报最高的基金通常可以吸引到最多的新入资本。就算是与ETF类似的指数基金,在这方面的压力也很小,因为它们有自己的销售网络。指数基金公司会向一些经纪商和投资顾问付费,要求他们只能推荐某一基金家族中的指数基金,而不是推荐表现最好的那只。加入401k计划的雇员们仍然只能在雇主提供的投资品列表中挑选自己的投资产品,因此,401k计划中的指数基金就可以从这些受限制的投资者那里获得资产了。但ETF没有这样的销售网络,因此,首先推出产品就变成了一件极为重要的事。

第二批成长起来的ETF公司始终无法获得足够的竞争资产,因而,他们意识到,仅仅通过复制前人的产品是不够的,他们必须通过一些首创的概念来吸引投资者。他们这样想,也确实这样做了。他们改变了构成市场基准基金的原始方法,并由此引发了一场指数领域的变革。

他们成为了新一代指数跟踪者!原始的基准指数,如标准普尔500、纳斯达克100、道琼斯工业指数都是作为市场的晴雨表而产生的。它们的设计初衷是反映市场的健康状况,而不是作为一种投资工具。与道琼斯工业指数赋予所有股票相同权重的方法不同,大多数基准指数都根据股票市值选择其成分股。市值可以反映股票在市场中的价值,它是由流通股数量乘以每股单价得出的。市值越高,公司规模也就越大。基准指数通过市值大小选出股票之后,还会再以市值为基准赋予每只股票不同的权重。这就是说,股票的市值越大,在指数中占有的权重也就越大,它的变动对指数的影响力也就越大。

新的指数跟踪者们不断地扩大或缩小指数的计算范围,或者将指数分解,并且运用大量的定量分析,以营造出一种积极管理的假象,因此,有人称这种指数为积极管理的指数。注意了,它们不是积极管理的基金,而是指数,它们会比传统的基准指数更频繁的变更自己的成分股组合。这些新的指数定期调整,大多数每个财务季度一次,但也有一些每月一次。

新的指数仍然遵循以往的原则,它们会完全公开其纳入计算的成分股。所不同的是,这些指数不再只是根据股票规模选股,而是新增加了定量分析这一标准。因此,它们不按市值加权,反而会赋予一些小型股票更

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大的权重。定量分析技术不以市值衡量股票,而是以投资价值为标准。通过加入一些特定的变量,指数编制者们会更重视一些股价以外的属性,如盈余动量和现金流等。指数编制者会先筛选出可能入选的股票范围,然后排名最靠前的一些股票将入选指数的计算。

管理者观念的变化在这一过程中扮演着最重要的角色。传统的指数基金试图与指数匹配,降低费率,但新指数则与之不同。投资者投资于这些跟踪新指数的基金,是为了跑赢市场的。

如果说 iShares 通过创造出一个公认的品牌而使 ETF 产品大量出现并被市场广泛接受,那么新的指数跟踪者们则拓宽了指数的概念。随着 ETF 行业的成长,新的指数跟踪者们也不断扩大着自己"活动"的范围。

错过的机遇

第二代 ETF 的命运很具有讽刺意味。ETF 的第二代浪潮是在共同基金公司的会议桌上开始的,但是这些共同基金公司甚至连一只 ETF 都不曾推出过。2000 年,这场指数革命的缔造者——布鲁斯·邦德(Bruce Bond),向他所在的纽文投资公司的经理建议,公司应该进入当时尚处于初创期的 ETF 行业。

纽文集团是一家拥有漫长创新史的公司。1898 年,纽文公司作为专业承销商和交易商成立,总部设在芝加哥。20 世纪初期,美国政府曾在这家公司的帮助下成功创建了市政债券市场,其中的一些债券后来还对芝加哥的城市建设起到了促进作用。早在 1961 年,纽文就开始以单位投资信托的形式把市政债券销售给各大机构了。在具有高通胀、高税率的 20 世纪 80 年代到 90 年代初期,纽文公司通过向个人消费者销售首只免税市政债券单位投资信托(市政债券单位投资信托),成功地推广了单位投资信托。除此以外,纽文还经营封闭式基金。

但是,到 1997 年时,纽文再也不是单位投资信托市场的领军者了,它落后了,尤其是在权益单位投资信托领域,纽文落在了 Van Kampen 投资公司和其跨市镇的对手——第一信托组合投资公司的后面。第一信托组合投资也是一家主营单位投资信托和封闭基金的公司。此时,邦德和他的高中同学戴夫·霍顿(Dave Hooten)、大学好友本·富尔顿(Ben Fulton)都就职于第一信托公司。邦德和霍顿是第一信托顶尖的销售经

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理,富尔顿则是产品开发部的高级副经理。

“我们告诉纽文,我们可以把它带回到第一的位置上,”邦德说,“于是,他们雇佣了我们帮助他们重回第一的宝座。”

1998 年的一天,三人同时离开第一信托,去帮助纽文公司发展其权益单位投资信托部门。邦德主管销售,霍顿主管国家性的账户,富尔顿则主管新产品部门。邦德说,就在他们到纽文的第一年,他们就成功地使纽文管理的资产由前一年的仅仅 7 亿美元增加到 42 亿美元。

很快,他们和比尔·埃德蒙(Bill Adams)、鲍勃·高宾享马(Bob Kuppenheimer)一起运营了整个结构产品部。至此,他们已经完全掌管了单位投资信托、封闭式基金和诸如 ETF 一类的所有其他“结构化”产品。

考虑到 90 年代所有主要的 ETF 多是结构化的单位投资信托,纽文的结构化产品团队建议公司进军 ETF 行业。这看起来是十分自然的事情,因为在 ETF 流行之前的很长一段时间内,纽文已经将自己的封闭式基金称作交易所交易的基金(ETF)了。

在富尔顿的推荐下,他的一个曾任职于美国证券交易所的朋友格雷·加斯蒂诺也加入了纽文,帮助其开展 ETF 业务。此时,加斯蒂诺在 ETF 界已经是一个响当当的名字了。1995 年,ETF 之父——内森·莫斯塔从美交所退休后,加斯蒂诺就作为经理接管了美交所产品发展部。任期内,他监督了第一批跟踪外国市场的 ETF 产品——WEBS、DIAmonds、精选 SPDR 和 Qubes 的推出。不过,他一直渴望能创造一只自己的 ETF。因此,2000 年 3 月,加斯蒂诺到达纽文后,就带领纽文公司正式宣布进军 ETF 市场。

当时,iShares 刚刚推出了自己首个系列的 ETF。邦德说,就在加斯蒂诺来到纽文时,他就意识到 ETF 将会是一个巨大的发展机会。

在推出 ETF 前首先要做的,是向证券交易委员会提出申请,请求豁免于《1940 法》的约束。根据《华尔街日报》的报道,2000 年 10 月,加斯蒂诺帮助纽文完成了第一个 ETF 的豁免请求,即允许其 ETF 持有债券和“一系列高成长性小型股票”。与此同时,iShares 也在为自己的债券型 ETF 努力着。然而,最终还是 iShares 率先推出了第一个固定收益 ETF 产品。

很快,一种观念上的分歧在纽文的结构化产品部滋生了。这种分歧

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也成了ETF发展第二阶段的主旋律。即结构化产品是应该基于Alpha呢,还是只基于Beta呢?

Alpha衡量的是共同基金同基准指数相比的超额收益,与它所承担的超额风险相联系。Beta衡量的是投资组合与市场其他部分相比的不稳定性、或者称作系统风险。Beta值可以告诉投资者投资组合对市场波动的反映。

用金融术语说,"Beta值为1表示股票的价格会与市场完全同步,Beta值小于1意味着该股票的价格比市场波动性小,Beta值大于1说明该股票的价格比市场更容易波动。例如,一只股票的Beta值是1.2,那么,理论上讲,这只股票价格的波动性超出市场整体情况20%。"

关注Beta就意味着十分紧密的跟踪一个标准基准指数。但是Alpha的拥护者们则希望更有技巧性的跟踪指数,从而使基金的表现胜过它所跟踪的指数。

纽文公司内部的这场辩论就像米勒牌淡啤酒的广告一样。加斯蒂诺领导Beta的一方,主张低收费,并希望为机构投资者、对冲基金和基金资产经理们创造出资产配置中成本最低的ETF结构单元。为了谋求"先动优势",他主张最先推出债券型ETF产品,但却只准备收取0.15%的年费。对于纽文这样一个费用比率一直维持在1%左右的公司而言,这样的年费率确实是"低收费"了。事实证明,纽文并不太愿意进入一个利润率很低的新产品市场。

"我告诉他们巴克莱投资(BGI)这项业务的收费很低,起初他们都不相信我,"加斯蒂诺说,"他们认为BGI可以通过这项业务赚到很多钱。但事实上,即使是像BGI旗下的iShares这样管理着庞大资产的公司,收取的所有费用总和也是很低的,以至于公司在这个项目上根本不盈利。"加斯蒂诺说:"那时很多投资银行都考虑过购买BGI的此项业务,但是当看过它的利润率后,他们就会说'我们不愿意开展任何和它有关的业务'。"

就在加斯蒂诺极力推销债券时,邦德却在推销股票。他认为,纽文无法与已经存在的基于Beta的指数竞争,因而应该发展共同基金业务。他极力推动着跟踪新指数的基金发展,这些新型基金被认为是"通过定量计算筛选股票从而谋求比股票市场更高的收益率"的。邦德还认为,这样的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基金应该对它管理的资产收取0.6%的服务费。要知道,这在当时可是国内ETF收取的最高的费用比率。

“我尊重格雷本人和他的想法,但我认为他是错的,”邦德说,“虽然我很尊敬他本人,但却没有办法同意他的想法。当然了,格雷没有错的那么离谱,起码还有一点是正确的——他认为,只要你构造出一种收费低廉的基金,就会吸引投资者们过来。在当时,只要你构思正确,并且收费便宜,这项业务就会做大。”

在纽文内部,还存在着第三种声音。这支队伍并不喜欢ETF。他们要么担心ETF会抢走公司目前属于共同基金的业务,要么认为ETF收费太低,根本无法赢利。最后,他们保住了自己的业务“阵地”,却失掉了这场“战争”。

“ETF的低收费确实是一个很严重的问题。”霍顿说,“纽文的执行总裁提姆和董事长约翰阿姆·波伊安都对ETF存有戒心。他们担心,这部分业务管理了数十亿美元,最后却只能得到少得可怜的费用比率。他们还担心,收费低廉的ETF会抢走其他高收费业务的市场。”霍顿认为,公司ETF团队内部出现的分歧是导致纽文最终决定放弃这个项目的因素。

在这场争取首个ETF豁免权的比赛中,纽文和BGI旗下的iShares并驾齐驱。这时,有报道称,纽文很担心时下这种与iShares之间的竞争。不过,事实上,纽文是不应该存在这种担心的。想想黄金指数基金吧,即使只有两个月的优势,也足以锁定领导者的宝座了。一旦纽文决定发行第一只债券型ETF,它就可以牢牢地巩固住“先动优势”,并使这种优势存在于它管理的整个资产中,而不只存在于特定的指数基金中。

不过,正当一切都在进行中的时候,纽文产生了一种奇怪的想法。它认为,它不可能同时把每件事都做得很好,于是公司决定将精力集中到自己优势业务上来,即资产管理、对冲基金和封闭式基金。纽文又高价购买了一家私人基金公司。纽文公司内部流行的观点是,宁愿花高价兼并公司,来扩张其现有的盈利业务,也不要培育ETF这类新项目。至此,纽文便作出了放弃ETF业务的决定。

霍顿看到了不祥的预兆,于是和富尔顿两人于2001年9月1日离开了纽文,创建了克莱默证券公司(简称克莱默)。这家公司和纽文一样,主营单位投资信托和封闭式基金,并且专注于收取佣金的产品。五年后,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

克莱默发行了自己最初的五只 ETF。

他们并没有邀请邦德加入他们的新公司,这令邦德十分震惊。

邦德和霍顿从高中时代就是朋友。霍顿是邦德婚礼的伴郎,邦德也是霍顿婚礼的伴郎。但关于 ETF 的争论影响到了他们的友谊,所以霍顿最终离开了仍然就任于纽文的邦德。此举使二人之间产生了愤恨。至于霍顿,他希望经营一家自己的公司,但他也深知,公司的经理只能有一个。与邦德之间的争论也使他意识到,自己不能为这位老朋友打工,当然,邦德也不会愿意给霍顿当副手,于是霍顿决定两人还是分开发展,这样较为适合。

正如你所能料想到的一样,纽文获得了第一个豁免权。但在这个重大的时刻,纽文却决定不推出任何 ETF 产品。到 2002 年时,纽文公司甚至关闭了它的单位投资信托和 ETF 部门。

"纽文决定专注于它已经十分强大的现有业务,这样做对其经营是有益的,"邦德说,"这些业务不包括 ETF,因为纽文从来都还不曾有过 ETF 业务。对于纽文来说,它作出了一项正确的决定,并且成功了。"

"我坚信,如果当时纽文进入了 ETF 行业,那么在 ETF 和资产管理方面,它一定会比巴克莱投资公司更加出色,"霍顿说,"他们本来是可以成为这一领域的领导者的,但是他们放弃了这个巨大的发展机会。巴克莱公司的人后来告诉我,他们最害怕的就是纽文进入这个领域。"

随着 BGI 的不断壮大,它成为了一家主要为机构投资者服务的大型外资银行。同时,纽文成为了一个服务于个人投资者的北美零售企业。它拥有响亮的名号,并且在个人投资者中也享有盛誉。纽文拥有庞大的经纪商分销网络和独立销售的渠道,并且为大多数投资顾问所熟知。

后来,加斯蒂诺和邦德主动向纽文公司提出购买它的证券交易所豁免权。后来,当加斯蒂诺离开时,他成功地拿走了固定收益豁免权。而邦德则继续在纽文工作了一年,以关闭纽文的单位投资信托部门,并试图劝说纽文不要放弃 ETF 业务。当邦德发现,劝说已经无济于事时,他自己买走了纽文的 ETF 业务,其中也包括证交所对权益基金的豁免权。随后,他创建了自己的公司。

在人们重温纽文公司放弃 ETF 的整个过程时,不免会为纽文这一缺乏远见的行为而感到震惊和惋惜。但是,无论对于个人还是一个公司而

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

言,成功都来源于对自己优势和劣势的正确估计。纽文意识到,对于它来说,继续开拓现有业务比较有利。事实证明,纽文公司的决定是正确的。现在它已经成为封闭式基金和独立管理账户方面的领导者。

不过,纽文公司没有在黄金价格飞涨以前涉足黄金业务的决定,使它受到的损失即使在今天看来,仍然是惊人的。ICI 公布的数据显示,2001 年年底,就在纽文宣布退出 ETF 业的几个月前,市场上共有 493 只封闭式基金,管理着高达 1 412 亿美元的资产。与之相当的是,此时市场上有 102 只 ETF,管理着 829.9 亿美元的资产。到 2007 年年底,封闭式基金的数量变为 668 只,上涨了 35%,管理的资产则变为 3 149.4 亿美元,翻了一番多。同时,ETF 业务扩大了五倍,基金总数增至 629 只,管理的资产为 6 084.2 亿美元。

不公平的对决

加斯蒂诺从纽文拿走了固定收益债券 ETF 的豁免权,并开办了自己的公司——ETF 咨询公司,任命罗森卡兰斯(Rosenkranz)为资产经理。尽管加斯蒂诺获得这项豁免权要比 iShares 早,但他没有纽文一样的创造和支持基金发展的基础,也没有销售渠道。所以他创建的公司不得不从零开始。没有大型金融公司的支持,加斯蒂诺开创的公司与纽文相比,要花费更长的时间才能将产品推向市场。因此,加斯蒂诺也就失去了"先动优势"。2002 年 7 月,iShares 率先发行了四只固定收益债券型 ETF:

1. iShares 雷曼 1 ~ 3 年期国债指数基金(代码:SHY),这只基金跟踪雷曼兄弟 1 ~ 3 年期国债指数,这一指数反映的是美国国债市场的短期收益率(不包含费用计算)。

2. iShares 雷曼 7 ~ 10 年期国债指数基金(代码:IEF),跟踪雷曼兄弟反映美国国债市场中期利率的指数。

3. iShares 雷曼 20 年以上国债指数基金(代码:TLT),跟踪雷曼兄弟反映美国国债市场长期利率的同名指数。

4. iShares iBoxx 投资等级公司债基金(代码:LQD),最初是作为高盛投资公司债券基金发行的。它力求复制由 iBoxx 投资评级公司指数反映的公司债券市场的利率。

一年后,iShares 又推出了跟踪全美所有投资评级债券市场的巴克莱

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

综合公债指数基金(代码:AGG),以及 iShares 巴克莱通胀债券指数基金(代码:TIP)。TIP 基金跟踪的是反映财政部抗通胀债券行情的雷曼兄弟 TIPS 指数。

所有的 iShares 债券基金每年都按资产的 0.15% 收取费用比率,这也是当初加斯蒂诺希望纽文公司的 ETF 收取的费率。但 TIPS 收取的费率要相对高些,为 0.2%。

债券指数 ETF 风靡一时,在两周的时间内,获得了超过 30 亿美元资产的支持。

债券指数 ETF 和权益 ETF 一样,也是受《1940 法》约束的基金。除了税额方面的不同,两者的优点是完全一致的:比证券指数共同基金的成本低,透明度高并可以在交易所灵活地交易。但债券指数 ETF 没有股票指数 ETF 的节税效用。债券在其存续期内,必须按季度支付利息。利息收入通常直接发放给持有者们,并由他们根据现行税率纳税。

华尔街通过你的投资赚取利润的把戏让我们想起了电影《绿野仙踪》的结尾。当多罗茜(Dorothy)站在巫师可怕的飘移鬼影前的大房子里时,一个男人正站在遥远的屋子尽头,藏在窗帘后面。当这个飘动的头大叫"不要朝窗帘后面看"时,多罗茜的狗(Toto,托托)拉开了窗帘,在窗帘后面现出了真正的巫师。债券指数 ETF 正如托托一样,揭开了隐藏在帷幕后面的华尔街的秘密。

与股票不同,债券是在一个中心交易市场进行买卖的,这些交易由经纪商们通过电话完成。所以,你永远无法确定你的债券是否是以最优的价格买卖的。但是对于债券指数 ETF 而言,它包含的债券价格必须是公开的,因为创造 ETF 份额时会用到这些价格。固定收益债券 ETF 的这种价格公开制度,使债券市场的价格也变成了公开的,这是一项本质上对投资者极为有利的贡献。

4 个月后,也就是 2002 年 11 月,ETF 咨询公司推出了四只固定收益型国债单证(Fixed - Income Treasury Receipts),也称 FITRs,与"战斗者"同音。但仅仅 6 个月之后的 2003 年 5 月,公司撤销了全部四只基金。此举与德意志银行决定放弃国家组合(CountryBaskets)颇有几分相似,因为他们都无法克服作为投资领域的第二个发行者所面临的困难。于是,ETF 公司决定将这些基金清算。加总之后,四只基金一共募集到了 7.5

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿美元的资产。

事实上,iShares 作为首个发行人的优势是巨大的,以至于直至五年之后,才有另一家公司将第二只债券指数 ETF 推向市场。另一方面,加斯蒂诺的新公司——ETF 管理公司也在计划推出"积极管理"的 ETF 产品,这一点将在第 11 章中详细介绍。

纽约银行创造了 BLDR

2002 年年底,纽约银行(BONY)推出了一个也是唯一的一个 ETF 家族——一篮子上市公司存托凭证(the Baskets of Listed Depositary Receipts,BLDRS)。与 BLDRS 这个名字相比,人们更喜欢称它为"建造者(builders)"。它也是在纳斯达克股票市场上市的第一只 ETF。这个家族的四只基金严格跟踪由外国公司发行的美国存托凭证(ADRs)构成的指数。ADRs 是一种证券凭证,这些证券的实体通常仍然在国外。除了 BLDRS 新兴市场 50 ADR 指数基金(代码:ADRE)之外,BLDR 的其他基金产品的支持者一直不多。作为新兴市场的首发者,这只新兴市场 ADR 指数基金成为了这个基金家族中最受欢迎的一位,吸引到了 10 亿美元的资产(更多 BLDRS 的情况,见第 2 章)。

邦德

2002 年 8 月,布鲁斯·邦德离开纽文公司时,带走了三项资产:可以使他出售权益 ETF 的豁免权,他曾经为这项业务起的名字——PowerShares 以及因特网上的域名。纽文公司一个通晓业务操作的员工兰加·纳森(Ranga Nathan)、邦德在第一信托时的同事约翰·萨德(John Southard),和邦德一起创立了 PowerShares 资本管理公司。

萨德一直以其在构造数理投资模型方面的专业水准而闻名。当时,他正在查尔斯·施瓦布(Charles Schwab)公司担任高级证券分析师。在施瓦布的日子里,萨德帮助它开发了一套基于基本面分析,将上千种股票分类的创新系统。另外,萨德也曾为第一信托组合公司开发过数理分析模型。现在,萨德已经成为了 PowerShares 的研究和投资经理。

邦德希望萨德可以研发出一种新型指数,使它可以始终优于标准普尔 500 和纳斯达克 100 的表现。这些古老的指数都是基于市值加权的,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市值加权是一种衡量市场中股票价值的方法。邦德和萨德的目标是创造出一套计算指数的新方法,使这样计算的指数总是可以根据市场的变化,重新评估并筛选出那些最具投资价值的股票。后来,他们的确编制出了一种新型的指数,它拥有"智能股票筛选系统"。这种指数可以通过数理方法挑选出其成分股。它不像通过股价加权的指数那样容易波动,它可以通过一种十分严格的筛选过程使投资者获得更大的收益。这套方法将25种影响因素分为了4类:基本面、定价、时间和风险。所有因素加总后会得到一个总分数,获得较高分的那些股票可以进入该指数的计算。"我们知道,ETF只是复制指数,"邦德说,"为了增加投资价值,我们需要编制一种更为智能的指数,然后以它为基础创造出一个新品种的ETF,并使这种ETF可以提供超出市场表现的收益率。"

他们将这个新指数称作智能指数,这是一个由"智能"和"指数"构成的合成词。

由于可供运营的资本十分有限,邦德将目光转向了他以前的公司,第一信托。第一信托的执行总裁詹姆斯·波恩(James Bowen)主动提出买下PowerShares的业务,并由邦德管理。但邦德拒绝了这个提议,他认为应该另想办法。于是,他又想到了标准普尔公司和道琼斯公司。这个年轻的公司向这两家指数巨头提出,只要它们可以使PowerShares拥有自己的基金,作为回报,PowerShares就可以让它们使用这种新型指数编制方法。不幸的是,两家公司都拒绝了这项提议。

没有筹集到资金,PowerShares的几个合伙人就只能靠自己的退休储蓄金来维持了。雪上加霜的是,当时纳森的孩子正在读大学,他觉得自己不能冒这么大的风险,于是他把自己的股份卖给了邦德,四个月后,他离开了公司。

这以后,邦德和萨德又把目光转到了美国证券交易所。在那里,他们受到了鲍勃·塔尔的热烈欢迎。塔尔具有慧眼识珠的能力,他曾经是创造摩根斯坦利的WEBS和OPALs团队中的成员。随后,他加入了德意志银行,当时恰逢该行清算了国家组合的业务。他现在是美交所产品开发部的一员,负责向老板——美交所ETF业务经理,克里夫·韦伯提供新的发展构思。

韦伯十分欣赏ETF的运作理念,从这个行业创建之初,他便涉足其

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中了。内森·莫斯塔在自己和斯蒂芬·布卢姆、道富银行还在研究 ETF 应该如何运作时,就已经聘请韦伯作为标准普尔存托凭证团队的第三人。毕业于宾夕法尼亚大学系统工程学专业的韦伯在 SPDR 产生之初,就通过编写程序,让计算机自动保证一切业务的顺利运行了。两年之后,莫斯塔退休了,由布卢姆继任,美交所的加斯蒂纳时代来临了。韦伯继续担任 ETF 团队的掌门人。

在 SPDR 推出的 10 年后,韦伯最终成为了 ETF 部门的主管。这时,ETF 已经成为美交所巨大费用收入的来源,韦伯的头衔也从产品开发部经理变为了 ETF 市场部经理。作为负责人的韦伯开始寻求一种增加可交易基金数量的方法。

韦伯把 PowerShares 团队交给了自己年轻的电脑专家斯考特·爱伯纳(Scott Ebner)。爱伯纳运用 PowerShares 提供的原材料,将它包装成了一个名副其实的指数。这对于双方来说是一种共赢的做法。美交所获得了智能指数的全球独家许可使用权,而 PowerShares 也获得了独家发行跟踪智能指数基金的权利。

“智能指数开创了第二代 ETF 产品的新纪元,”韦伯说,“它使 ETF 由一种完全消极管理的工具变为了一种策略性主题管理的投资产品。”

当然,任何事情都不是一帆风顺的。

从以前市值加权的基准指数到每季度重组一次的智能指数的转变,都没有得到证券交易委员会的同意,因为证券交易委员会最初发放的豁免权利很显然不适用于这种新型指数。也就是说,PowerShares 无法使用它从纽文公司购买的豁免权,因为证券交易委员会要求它必须重新申请。幸运的是,PowerShares 的新创意得到了证券交易委员会的青睐,仅仅两个月就得到了豁免权,这是证券交易委员会对申请予以批复的最短时间。

在 FITRs 清算的四周前,PowerShares 推出了它最初的两只 ETF:

1. Dyn 市场指数基金(代码:PWC);

2. Dyn 店头指数基金(代码:PWO)。

这些基金旨在超越标准普尔 500 和纳斯达克 100 的表现。它们按照邦德当初为纽文公司设计的 0.6% 收取服务费,这是当时国内 ETF 领域收取的最高费用之一。因为智能指数编制者认为,数理分析可以在下行的股市中为投资者提供更多的保障;而在上行的股市中则能与基准指数

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保持同步增长,并以“价值大小”作为挑选股票的依据。PowerShares 希望,通过这种方法选出的股票组合可以减小指数的波动性,从而在市场调整的过程中保护投资者。

听起来,这个投资策略很不错。从 2003 年 5 月 1 日这两只基金推出,到2007 年 12 月 31 日的这段时间内,Dyn 市场指数基金创造了92.1%的总收益率,Dyn 店头指数基金创造了 84.5%的总收益率,而同期标准普尔 500 指数的收益率只有 60.3%。

18 个月后,PowerShares 又推出另一只 ETF。

Rydex 入场了

新指数基金的首位推出者并非 PowerShares,而是 Rydex。Rydex 推出它的第一只 ETF,Rydex 标准普尔平均加权指数 ETF(代码:RSP)的时间只比 PowerShares 首次推出 ETF 的时间早两周。

Rydex 在推出其首只 ETF 之前,已经涉足共同基金业 10 年。它的第一只共同基金——洛克威尔,马里兰(The Rockville, Maryland)是一只创新指数基金,正是这只基金首次引入了杠杆的概念。该公司在 1993 年推出了 Nova 基金,它试图使收益率达到标准普尔 500 日收益率的 150%。也就是说,如果某日标准普尔 500 指数上升了 1%,那么这只基金就会上涨 1.5%。此外,Rydex 还推出了自己的首只反转指数基金 Ursa,它的收益与市场每天的收益率刚好是相反的。如果标准普尔500 下跌1%,那么 Ursa 就会获得 1%的收益。这种反转的收益也可以通过杠杆扩大,比如将指数的收益率反转后再翻倍。

1994 年,Rydex 成为第一个推出跟踪纳斯达克 100 指数基金的公司,比 Qubes 的出现早了五年。它管理的资产最多时曾达到 40 亿美元。即使在 Qubes 推出后,它管理的资产数仍然有 34 亿美元之多。

在 iShares 成功打开 ETF 市场之后,Rydex 也开始为自己是否需要进入 ETF 领域展开了研究。20 世纪 90 年代, Rydex 在还没有推出纳斯达克 100 指数基金之前,就已经在运营跟踪纳斯达克指数的基金了。Rydex 本来希望自己曾经获得纳斯达克指数使用权的经历可以对这次获得纳斯达克综合指数使用权有所帮助。不过,全球最大的共同基金公司之一的富达投资最终获得了这一使用权。富达利用它发行了富达纳斯达克综指

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基金(代码:ONEQ),这也是富达唯一的一只 ETF 产品。

在失去纳斯达克综合指数的使用权后,Rydex 开始与标准普尔公司接洽。由于 iShares 已经开发出了跟踪标准普尔主要基准指数的成长型和价值型 ETF,所以 Rydex 此次建议使用标准普尔 500 指数,但与以往不同的是,它不以市值加权,而是赋予每只股票相同的权重。至此,Rydex 推出了自己的第一只选择加权的 ETF。这种方法和市值加权计算指数之间有着显著的区别。在市值加权的标准普尔 500 指数中,市值大的股票可以占据更大的权重。比如,指数中位列前 10 位的股票占到了整个指数 20% 的权重。这就意味着大公司可以对指数的变动有更大的影响。例如,2007 年年底时,埃克森美孚的市值为 5 130 亿美元,占了指数 3.8% 的权重。

但在平均加权的指数中,500 只股票中的任何一只都只能占指数的 0.2%。这种做法增加了指数中小盘股的作用,减小了巨头公司的影响。然而,在共同基金中使用平均加权的方法是十分困难的。市值加权的指数中,每只股票的权重随它的价格而变化,但在同平均加权的指数中,价格与指数的变动被割裂开了。这样,基金就不得不定期调整投资组合中的个股比重,相应也会花去大量的交易成本。但 ETF 则不同,它每季度都会对其投资组合进行调整,而且同类交易也大大简化了剔除和吸收新股以平衡权重的过程。

Rydex 和 PowerShares 都是跟踪新指数的公司,但它们跟踪指数的方法却有很大的区别。Rydex 将它的 ETF 的加权策略运用到了新指数的计算中,而 PowerShares 却将精选股票(stock selection)作为它的主要原则。在跟踪新指数的基金公司中,这两种加权方法将同时存在。至此,指数加权方法大致可以分为三种:市值加权(或对市值进行一些修正后再加权),固定权重(如平均加权)和基本面加权。精选股票指数通常会被归入消极管理、数理分析或者不断筛选股票的指数行列,主题指数(thematic indexes)就是一个例子。多数时候,ETF 的做法与古典指数模型不同,它只使用一种选股办法。不过有些 ETF 为了使自己和其他的 ETF 不同,也会同时使用精选(selection)和加权两种方法。

Rydex 和 PowerShares 都意识到,自己应该创造出一些新的投资产品。不过在创造新产品的过程中,两者的构思是不同的。因而,虽然这次

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Ryde 再次抢先一步进入市场,但却已经没有所谓的“先动优势”存在了,因为两者所采取的策略截然不同,也就不存在什么比较了。同时,Rydex 还将这种新的策略运用到了整条产品线上。它希望以此观察这种新想法是否奏效,是否可以逐步运用于其所有业务。此后,Rydex 又花了两年时间推出了第二只 ETF,Rydex 罗素前 50 指数基金(代码:XLG)。尽管 Rydex 涉足 ETF 行业很早,但它并没有因为率先发现了 ETF 市场的巨大潜力而广受赞誉,人们普遍认为是先锋集团最先意识到 ETF 的存在将会对已存在的指数基金业务造成直接冲击。在曾经专营共同基金业务的公司中,Rydex 只不过是第二个进入 ETF 领域的而已。这其中一部分原因是由于 Rydex 的所有业务中,ETF 业务所占的比重并不大。Rydex 虽然并不急于一时,但却也有条不紊地推出了一个又一个新的投资产品,慢慢的,Rydex 为每一种标准普尔行业指数都推出了相应的同比重 ETF。在 2007 年年底时,Rydex 也终于获得证券交易委员会批准,推出了其第一只六倍杠杆的反转 ETF。

PowerShares 的影响力要大得多。这是人们极少给予 Rydex 赞誉的另一个原因。就在 Rydex 推出第一只另类加权的 ETF 时,PowerShares 也修正了其传统的指数观念。智能指数 ETF 就是一种更具创新性的产品,当然,其相应的市场风险也更大一些。另一方面,Rydex 开发新产品的时间过长,这也使它失去了成为市场领导者的机会。更重要的是,PowerShares 公司首次向我们证明了,一家公司仅仅通过 ETF 这个基金品种也是可以开创出一片广阔的业务前景的。你也许会说,FITRs 的构造者,ETF 咨询公司是第一个独立进入 ETF 行业的公司,但是,PowerShares 却是第一个只靠发展 ETF 业务就独自生存下来的公司。它没有任何共同基金业务的支持,一旦 ETF 业务失败,那么公司也就不复存在了。Rydex 发行的 CurrencyShares 也为自己在 ETF 业界赢得了一定的声誉。CurrencyShares 是市场上唯一的一只通过持有单一外国通货而跟踪外国证券交易市场的交易所交易的 ETF。对于这点,我们会在第 8 章中进行更加详细的讲解。

先锋的爆发

当 Rydex 进入 ETF 市场时,先锋投资还没有在这个市场中占据很大的份额。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2001 年,该公司推出了两只先锋指数股票基金参与凭证(Vanguard Index Participation Equity Receipts,VIPERs)。此后的两年中,先锋的 ETF 业务一直处于停滞状态。直到 2004 年 1 月,它才又推出 14 只系列 ETF,从而大举进入市场。九个月之后,公司再次推出了 4 只基金,它们均跟踪摩根标准指数,并以业内最低的费率收取服务费。

正如我们在前面提到的一样,大部分新推出的 VIPERs 只不过是原有共同基金业务的一部分而已,这就是说,无论是共同基金还是 ETF 管理的财产都是合并在一起的。这种做法使共同基金的持有者们也一起享受到了更好的节税效用。在这种模式下,资产中可能产生最大资本利得的那部分股票都会在交换 ETF 份额时被置换出去;新进入 ETF 的那些股票则通过共同基金售出。

评论家们认为,这种做法是以牺牲 ETF 持有者的利益在帮助共同基金持有者。因为一旦共同基金获得了由于赎回而产生的资本利得,受影响的将不只是它自己的持有者而已,ETF 的持有者也会同样因为获得了一部分资本利得而不得不为之纳税。先锋对此则持有不同的观点,它认为 ETF 的持有者也可以通过这种方式获益。因为任何共同基金产生的资本损失都可以用于冲销未来的利得,从而对两边的投资者都是有帮助的。2006 年,VIPERs 更名为先锋 ETFs。

通常情况下,税收效率问题只是一种学术界的争论而已。但在实际操作中,也确实存在先锋这样极为擅长减小资本利得的公司,它甚至总是有办法抵消掉大部分 ETF 的资本利得,从而实现节税。

大部分投资者都认为,先锋的基金,尤其是整体股票市场指数 ETF(代码:VTI)和整体债券市场指数 ETF(代码:BND),在寻找 ETF 跟踪的基础市场方面,即使不是最优秀的一个,也绝对算得上是佼佼者。因为,先锋的基金几乎总能为投资者提供最低的成本。整体股票市场指数 ETF 的费率为 0.07%,整体债券市场指数 ETF 的费率为 0.11%。其大部分的 ETF 收费都不超过资产的 0.2%,只有行业指数基金收取 0.22% 的费率。不过,先锋也有一个小小的缺陷,即它不跟踪诸如标准普尔、道琼斯、罗素一类的著名指数,即使是跟踪摩根斯坦利的 ETF,也不跟踪其欧澳远东基准指数。

2004 年 1 月推出的行业 ETF 有:

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 先锋消费者可选择消费品指数 ETF(代码:VCR)
- 先锋消费者主要消费品指数 ETF(代码:VDC)
- 先锋金融指数 ETF(代码:VFH)
- 先锋成长股指数 ETF(代码:VUG)
- 先锋医疗保健指数 ETF(代码:VHT)
- 先锋信息技术指数 ETF(代码:VGT)
- 先锋大型股指数 ETF(代码:VV)
- 先锋材料指数 ETF(代码:VAW)
- 先锋中型股 ETF(代码:VO)
- 先锋小型股 ETF(代码:VB)
- 先锋小型成长股指数 ETF(代码:VBK)
- 先锋小型价值股指数 ETF(代码:VBR)
- 先锋公共事业指数 ETF(代码:VPU)
- 先锋价值股指数 ETF(代码:VTV)

他们的产品具有魔力

当初,在 PowerShares 考虑构造 ETF 产品时,它背后并没有一家共同基金公司可以为这些 ETF 员工支付工资,也没有任何资金可以注入。

要独立建起一家全新的公司,而公司的唯一投资工具又不为人们所熟知,这的确不是一件容易的事情。据邦德说,他们最初的两年过得十分惨淡,他自己从没拿过一点工资,他的合伙人也都将工资减半。在基金首发后,为了保证每个人的份额,邦德要求每个人追加投入资本。这时,每个人都开始向家里要钱,萨德甚至把手伸向了孩子们的银行账户。

“你可以想象得到,当时的日子有多么艰难。每一个人,包括他们的兄弟姐妹都打赌我们无法存活下去,其中也包括克莱默、第一信托和纽文公司。”邦德说,“没有人听说过 PowerShares,也没有人知道 ETF 是什么。他们更不认为一只基金跟踪指数是多么明智的选择。”当时的情况就是这样窘迫,邦德甚至到霍顿的新公司克莱默证券公司去商谈,希望克莱默为 PowerShares 销售产品。最后,邦德还是放弃了这个想法,因为他觉得克莱默只懂得如何出售有销售费的产品。

这时,霍顿和富尔顿已经因为克莱默的前景和主营业务而吵翻。于

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是,富尔顿离开了公司,开始为 PowerShares、第一信托和其他公司作产品咨询。最终,在 2005 年 1 月,富尔顿加入了 PowerShares 公司,担任产品开发部经理。

邦德通晓的业务是营销。于是,他从自己的专长做起——向有钱的客户推销债券。邦德全力地向华尔街和全国其他地区的注册投资顾问进行营销、讲解和介绍,终于在 18 个月后,PowerShares 成功推出了它的第二个智能指数系列 ETF。

- PowerShares 金龙沃特 USX 中国指数基金(代码:PGJ)跟踪沃特 USX 中国指数。该指数是由在美国挂牌上市、主营业务在中国的公司组成,其中大部分股票是中国公司发行的美国存托凭证(ADRs)。
- PowerShares 高收益率派息指数基金(代码:PEY)。这只基金寻求通过跟踪摩根派息 50 指数而创造高股息、高资本增值的业绩。被纳入这一摩根指数的公司至少要连续十年位列股息增幅前 50 名,指数每季度进行一次调整,每年进行一次重组。

到 2004 年 12 月,PowerShares 已经成功吸引了投资者的兴趣,并为自己打开了市场。仅 2005 年一年,PowerShares 就发售了 32 只 ETF,其中 25 只使用的都是智能指数策略。在 2006 年又发售了 35 只基金后,PowerShares 成为了发行 ETF 数量仅次于巴克莱的公司。此外,2004 年 ETF 行业的重要发展就要数第一只基于商品的交易所交易工具——道富公司的 StreetTracks,它于 2004 年 11 月上市(详见第 8 章)。

共同基金的丑闻事件帮助了 ETF

在 PowerShares 首次和第二次发售之间的 18 个月中,一件巨大的丑闻使共同基金业在与 ETF 的竞争中失去了很大的市场份额。2003 年 9 月,纽约州总检察长艾略特·斯皮策宣布他查到共同基金业存在欺诈行为,这使整个华尔街为之震惊。他指控说,基金行业允许择时交易(market timing),这是违规的;他们还允许延时交易,这更是违法的。

择时交易者与共同基金业的日间交易员很相似。日间交易员们迅速地买卖共同基金,有时甚至在 24 小时内就能完成买卖。择时交易策略就是试图在基金价格上涨的时候买入,下跌的时候卖出。日间交易员是在

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票市场进行这种操作的,他们按业务的笔数付费。与之不同的是,择时交易者的交易是免费的,他们可以享受无销售费的买进与卖出。有些外国基金公司甚至主动为这些择时交易者提供低风险获利的机会。

由于这些持续获利的择时交易者可以进行免费交易,因而他们严重损害了那些买入并一直持有基金的投资者的利益。正如在第6章中讲述的一样,在共同基金中进行买卖交易的人是不需要为他们的行为支付任何成本的,因为这部分成本会由继续持有基金的人们共同承担。交易者的交易行为不仅产生了交易费用,还产生了应税的资本利得。另外,由于择时交易者交易的数额通常相当大,这也就限制了基金经理管理的灵活性。为了在择时交易者卖出基金时可以顺利支付,基金经理可能需要持有大量的现金,产生现金拖累并影响基金的业绩。同时,《财富》(*Fortune*)杂志公布了这样一则数据:"择时交易者每年使共同基金的长期持有者们承担高达40亿美元的额外成本。"

尽管择时交易并不是违法行为,但各个基金公司都在招募说明书中明确提出禁止择时交易。择时交易同样也不符合基金行业一直以来在个人投资者面前树立的形象。基金公司一直宣称,基金经理们并非华尔街的"大鳄",他们诚实、值得人们信赖,并可以通过运营长期、稳定的投资组合为个人投资者们获得市场收益。但丑闻事件表明,基金公司还是允许一些特殊的投资者进行择时交易的,他们通常是对冲基金的投资者。对冲基金与共同基金和ETF不同,它是不受证券交易委员会法令约束的。它们可以持有那些受《1940法》管束的投资公司所不允许持有的资产,它们也可以不公开持仓情况,因此,人们很难了解这些基金到底持有了什么资产。

在这个也许是该行业有史以来最大的丑闻事件中,斯皮策的调查显示,共同基金公司不仅允许择时交易的存在,甚至还会向交易者提供基金持有情况的独家消息来迎合他们的行为。从本质上讲,基金公司的这种行为是以牺牲长期持有者的利益来提高自己的利润。

在股票市场的"因特网泡沫"爆发以前,共同基金为了吸引这部分投资者的投资兴趣,曾经推出了一系列与技术相关的基金品种。1999年,有50只新技术基金推向市场,第二年又有113只新技术基金发行。当这个泡沫在2000年破灭后,不明缘由的小型投资者们指责基金公司拿着他

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们的资产去进行高风险的投资,才造成了他们的损失。所以,不管自己的基金资产还剩下多少,他们都全部选择了卖出。之后的几年中,在股票市场低迷和投资者逃离的双重打击之下,很多基金公司管理的资产都急剧减少。由于基金公司是按所管理资产的一定百分比收取费用的,资产少就意味着利润低,因此,他们需要再吸引新的资金进入,并使其增值。正是出于对资本的渴望,基金公司为对冲基金免除了最初为抑制择时交易而设定的短期赎回费。作为回报,这些从事择时交易的对冲基金将大量资金注入到基金中,从而使基金公司获得管理费报酬。

对冲基金不仅可以通过择时交易获得远高于个人投资者的收益,他们还享受着延时交易的优惠。毫无疑问,延时交易是违法的。不知道读者们是否还记得,ETF 相对于共同基金的一个优势正是在于,共同基金的持有者们必须在交易时间内,也就是闭市以前下达他们的最终买卖指令,而真实的交易却发生在下午 4 点闭市以后。延时交易与内部交易有相似之处,因为它也可以使一个投资者在其他投资者还不知道某个重要消息以前就先采取行动。

例如,如果在周一下午 4 点以后,一家大公司公布了公司获得高利润的消息,那么这则消息可能就会在周二对市场造成影响。普通的基金持有者们是无法在周一的交易时间内就这则消息采取任何行动的,他们所能做的,只是在周二市场已经走高之后,以周二的收盘价买进。

延时交易者和择时交易者同样会在周一闭市之后获知这则利好消息,但与普通投资者不得不等到第二天下午 4 点以后才采取行动所不同的是,基金公司允许他们以周一下午 4 点时的基金资产净值买入。由于买入价格的差异,择时交易者就可以获得长期投资者所不能获得的利润。一些交易委托"是在下午 6 点到 9 点之间提交的,但却仍然以下午 4 点时的价格成交"!

斯皮策称这种做法为"在马冲过终点线之后才下注买马"。

由于这一丑闻,整个基金行业都必须接受来自纽约州检察院、其他州调查委员、司法部和证券交易委员会的调查。丑闻事件败坏了业内一些大型公司的名声,这些公司包括太平洋投资(Pimco)、詹纳斯(Janus)、景顺(Invesco)、思创(Strong Capital)、百能(Putnam)、MFS、富兰克林·邓普顿(Franklin Templeton)、PBHG、联辉(Alliance)、美国银行(Bank of

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

America)、第一银行(Bank One)和加拿大帝国银行(CIBC)等。

据《财富》杂志报道,在88家最大的基金公司中,有一半都承认自己允许择时交易,25%承认自己的基金存在延时交易。大部分涉案的基金公司都必须缴纳数千万美元的罚款,首席执行官和其他最高管理者们也都面临被解雇甚至被指控的危险。

"每当我们移开基金公司的一块巨石时,"当时斯皮策骄傲地说,"我们就会发现很多寄生虫在下面蠕动。"斯皮策领导的检察院在证券交易委员会的帮助下,破获了四起涉案金额高达16.5亿美元的特大内幕交易案。

即使一些基金公司并没有任何违规违法操作,信任和声誉上的破坏也足以对他们产生巨大的影响。在投资者看来,基金公司不仅会就日常业务收取高额费用,只要一抓住机会,它们还会继续欺诈投资者的资金。以上这些情况显然为ETF成功抢占市场份额打开了一道缺口。对于那些对传统基金业已经极度不信任的投资者来说,现在急需找到一种安全的投资方式。另一方面,由于ETF费用支出低廉,很多投资者已经对ETF产生了兴趣。不过,此时ETF的卖点仍然很低。此外,ETF可以保护投资者们免受择时交易和延时交易的侵害,这也是投资者们抛弃传统基金转而投资于ETF的原因之一。

事实上,ETF对于从事择时交易的人来说,也是最佳的投资工具。因为他们可以通过任意的买入卖出而掌握任何一次市场行情,并且不会影响ETF的其他投资者。当然,通过在无销售费的共同基金中交易,择时交易者的收益可能更高,因为他们不需要支付交易费用。但对于ETF,他们却必须和其他人一样支付交易佣金,从而形成一笔不小的费用。

PowerShares活力四射……以及2005年其他公司的重要发展

在2004年年底,PowerShares已经拥有4只管理资产总计达2.8亿美元的ETF。在接下来的12个月中,它又变成了活力四射的动力室,一连发行了32只ETF。至此,其ETF总数达到36只,共管理着35亿美元的资产。在仅仅两年半的时间里,没有任何大机构作为依托的PowerShares,一举成为基金数量位列第二的公司,仅次于巴克莱的iShares。如果我们按照管理资产的数量排名,则PowerShares列于iShares、道富和先锋之后,排名第四。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

根据 ICI 公布的数据,2005 年,ETF 业新增基金 52 只,同比增长 34%,ETF 总数达到 204 只。ETF 管理的资产也比 2004 年增长了 32%,达到 3 000 亿美元。

此外,2005 年的 ETF 业还有其他一些发展,但由于它们出现时间过晚,以致我们只能在 2006 年才真正感受到其影响。

1. Rydex 发行了第一只交易所交易的货币类投资工具——CurrencyShares欧元指数基金(代码:FXE)。这只基金持有现行欧元,看空美元,当欧元相对美元升值时,基金的价值也会随之增长(见第 8 章)。

2. PowerShares 发行了首只基本面加权 ETF——PowerSahres FTSE RAFI US 1000(代码:PRF)(本章稍后会详细说明)。

3. 邦德、霍顿和富尔顿来到纽文之前就职的第一信托公司,推出了它的首只 ETF——第一信托道琼斯精选小型股指数基金(代码:FDM)。这只基金通常跟踪市值小于 5 亿美元的小型股。

收购

大部分共同基金公司对 ETF 的看法和纽文一样:ETF 没有专门的销售网络而且收费太低。共同基金公司酷爱他们的服务费,否则,共同基金收取的费用就不会有那么多了:销售费、庞大的费用比率和 12b - 1 费用。因此,大部分共同基金公司都专营高收费的积极管理基金,而非指数化管理基金。不论是出于对低收费的厌恶,还是出于对 ETF 可能抢夺其他产品的市场份额的恐惧,大部分基金公司放弃了这个成长机会,而把它留给了那些偏爱指数并且拥有这类梦想的小公司。

不过,有一个大型基金公司却是值得一提的,那就是景顺集团。

景顺集团是世界上最大的公开交易共同基金的管理者之一,它的基金通常跟踪市值加权的指数。2006 年 1 月 23 日,这家公司以 1 亿美元买下了唯一一家独立的 ETF 公司——PowerShares。此外,在接下来的五年中,如果 PowerShares 达到管理费用标准,景顺将再支付 6.3 亿美元。

事实上,布鲁斯·邦德确实又让景顺公司支付了这 6.3 亿美元。

通过这件事,邦德向基金行业证明了,即使一家公司只做 ETF 业务,并且与华尔街的其他公司没有任何联系,它也是可以通过一步步的努力而屹立于基金业,并且备受关注的。不仅如此,邦德和他的合伙人们也都因此一

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

夜之间成为了亿万富翁。此时的 PowerShares 规模仍然很小,只管理着 35 亿美元的资产,而此时 iShares 管理的资本额几乎达 1 930 亿美元。

景顺是一家英美合资的基金管理公司,销售 Invesco 和 AIM 两个品牌的基金。美国的管理者们认为,景顺旗下的 Invesco 基金是这次共同基金丑闻事件最大的参与者之一。2004 年 9 月,景顺公司接受了 4.5 亿美元的罚款。此后的 15 个月中,景顺原有的客户出于对丑闻事件的反感和对其业绩的担忧,大量抽回资金,这使景顺遭受了严重的损失。2007 年 5 月,景顺更名为 Invesco。

这次收购对景顺而言,本来就不是一件小事,对于整个 ETF 行业来说,就更是一件大事。这不仅使景顺成为从事 ETF 业务的第二大公司,也使共同基金业的公司明白,ETF 确实是一项不错的业务,是时候引起共同基金业的高度重视了。接下来,景顺又使 PowerShares 获得了面向机构和个人投资者的巨大的销售网络。至此,iShares 更难以望其项背了,这对这位昔日的 ETF 界王者而言是一个严峻的挑战。

水闸打开了

景顺买下 PowerShares 确实算得上一件大事。

“景顺对 PowerShares 的并购使很多人看到了 ETF 市场的潜力,”美交所 ETF 部高管克里夫·韦伯这样说,“另外,这次事件也使越来越多的人进入 ETF 市场。”

2006 年新进入 ETF 行业的新公司带来的创新除了指数方面,还包括产品结构和资产等级方面。这一年称得上是交易所交易工具 ETV 之年,它是一种类似于 ETF 的产品,但却不属于基金。随着商品和货币市场的兴起,黄金 ETV 和欧元指数基金向世人证明,这种跟踪股票和债券的选择性产品是有良好市场前景的。

2006 年 2 月,第一只完全跟踪商品指数的 ETV 上市了。PowerShares 德意志银行商品指数基金(代码:DBC)重仓持有六种全球交易最为频繁的重要实物商品的期货合同,这些实物商品包括原油、成品油、黄金、铝、玉米和小麦。

这只 ETV 本来是德意志银行独家发行的,PowerShares 的名字是在其与德意志银行合并并且成为其分销商时才加上去的,但德意志银行仍然

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是 PowerShares 所有商品类产品的最终管理者。

德意志银行和 PowerShares 联盟是在本·富尔顿(Ben Fulton)和卡文·瑞弛(Kevin Rich)2003 年双双离开克莱默证券之后产生的。对 ETF 产品的发展稍加咨询后,富尔顿便加入了 PowerShares。与此同时,瑞弛加入了德意志银行的商品部,该部门负责构造追踪商品指数的 ETF 产品。瑞弛说服了他的上级,使其认同他的观点:联合是一条可以使德意志银行在八年前国家组合的失败后再次进入该行业的途径。于是,两家公司开始合作。在之后的一年中,这对合作伙伴又推出了 7 只商品指数 ETV 和 3 只货币指数 ETV。

行业新贵 Victoria Bay 资产管理公司推出了第一只跟踪原油价格的 ETV——美国石油指数基金(代码:USO)。Rydex 为其欧元指数基金再次推出了一系列共计 6 只 CurrencyShares。巴克莱推出了以一种不同方法跟踪商品和货币的交易所交易的债券(the exchange-traded notes)。(相关产品会在第 8 章中进行说明。)

2006 年时,道富全球咨询公司、先锋和 PowerShares 都进一步拓展了业务,并推出了跟踪全球指数、单个行业指数的 ETF,以及跟踪每一种指数的风格基金——成长型基金和价值型基金。

根据 ICI 公布的数据,2006 年共有 155 只 ETF 推出市场,比 2005 年增长了 76%,ETF 总数达到 359 只;管理的资产达到 4 225.5 亿美元,同比增长 40%。ETF 业自 1993 年推出标准普尔存托凭证以来的增长情况,见表 7-1 和表 7-2。

表 7-1　　ETF 产品数量(1993~2007 年)

年份	基金数量	投资的目标产品					法律结构	
		国内所有股票	国内行业股票	全球股票	债券	混合证券	已注册	非注册
1993	1	1	—	—	—	—	1	—
1994	1	1	—	—	—	—	1	—
1995	2	2	—	—	—	—	2	—
1996	28	2	—	26	—	—	28	—
1997	19	2	—	17	—	—	19	—

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

年份	基金数量	投资的目标产品					法律结构	
		国内所有股票	国内行业股票	全球股票	债券	混合证券	已注册	非注册
1998	29	3	9	17	—	—	29	—
1999	30	4	9	17	—	—	30	—
2000	80	29	26	25	—	—	80	—
2001	102	34	34	34	—	—	102	—
2002	113	34	32	39	8	—	113	—
2003	119	39	33	41	6	—	119	—
2004	152	60	43	43	6	—	151	1
2005	204	81	68	49	6	—	201	3
2006	359	133	135	85	6	—	343	16
2007	629	197	219	159	49	5	601	28

来源:Investment Company Institute, 2008 Investment Company Fact Book. 版权归Investment Company Institute(www.ici.org)所有。所有资料经其允许方可采用。

表 7-2　　ETF 管理的净资产(1993~2007 年)

年份	总数(美元)	投资的目标产品(美元)					法定结构(美元)	
		国内所有股票	国内行业股票	全球股票	债券	混合证券	已注册	未注册
1993	464	464	—	—	—	—	464	—
1994	424	424	—	—	—	—	424	—
1995	1 052	1 052	—	—	—	—	1 052	—
1996	2 411	2 159	—	252	—	—	2 411	—
1997	6 707	6 200	—	506	—	—	6 707	—
1998	15 568	14 058	484	1 026	—	—	15 568	—
1999	33 873	29 374	2 507	1 992	—	—	33 873	—
2000	65 585	60 529	3 015	2 041	—	—	65 585	—
2001	82 993	74 752	5 224	3 016	—	—	82 993	—

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

年份	总数（美元）	投资的目标产品（美元）					法定结构（美元）	
		国内所有股票	国内行业股票	全球股票	债券	混合证券	已注册	未注册
2002	102 143	86 985	5 919	5 324	3 915	—	102 143	—
2003	150 983	120 430	11 901	13 984	4 667	—	150 983	—
2004	227 540	163 730	21 650	33 644	8 516	—	226 205	1 335
2005	300 820	186 832	33 774	65 210	15 004	—	296 022	4 798
2006	422 550	232 487	58 335	111 194	20 514	—	407 850	14 699
2007	608 422	300 930	93 023	179 702	34 648	119	579 517	28 906

来源：Investment Company Institute，2008 Investment Company Fact Book. 版权归Investment Company Institute（www. ici. org）所有。所有资料经其允许方可采用。

新的基金公司如果想要在这一轮的增长中存活下来，也必须要懂得创新。

对于受《1940 法》管束的 ETF 而言，传统的指数创新方法——选股和加权方法创新就显得更为重要了。利用选股方法进行创新的人开始创造集中反映某一领域的指数；而利用加权方法进行创新的人创造了一种新的股票加权方程式，这种方法是根据公司诸如销售额和利润等基本属性进行加权的。这种新产生的指数就像从标准普尔的窗户中抛出的一杯莫洛托夫开胃酒一样，吸引了相当数量的投资者。

三家专注于个别行业的定向指数公司为克莱默证券、Van Eck's Market Vectors 和 ProShares。这些定向指数通常是一些成分股高度集中的行业指数或风格指数。

Market Vectors

Van Eck 创始于 1955 年，它自称是美国第一家通过全球性投资为投资者提供多样性货币管理的公司。1968 年，这家纽约公司推出了国内第一只黄金共同基金——Van Eck 国际黄金基金。此举为 Van Eck 日后推出首只严格集中于金矿股票的 ETF 打下了基础。2006 年 5 月，正当纽约商品交易所的黄金价格达到 26 年以来的高点——每盎司 719.8 美元时，Van Eck 的第一只 ETF——Market Vectors 金矿指数 ETF 诞生了。该 ETF

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跟踪美国交易所金矿指数,这一指数由35家跨国采矿企业构成。很快,它得到了一个有趣的名字"GoldieStox"。

这只ETF投资于金条或StreetTracks和iShares的黄金ETV,从而消除了公司内部和股票市场带来的风险,使投资者获得了与黄金价格相匹配的收益。然而,传统的金矿类股票都能为投资者提供收益和营运杠杆,但ETF却不能。也就是说,即使黄金价格没有变动,只要公司运营状况良好,股票价格也会上涨。当黄金价格确实上涨时,金矿类股票价格的上涨速度又会比真实金属价格快2~4倍。当然,在股票市场下跌时,杠杆作用也会造成更大的损失。

另外,由于GoldieStox是一只受《1940法》约束只能投资于股票的ETF产品,因此它也比ETV更具有节税效用。Market Vectors家族目前只有9只权益ETF:

1. Market Vectors 金矿指数ETF(代码:GDX)
2. Market Vectors 农业ETF(代码:MOO)
3. Market Vectors 煤矿ETF(代码:KOL)
4. Market Vectors 环境服务ETF(代码:EVX)
5. Market Vectors 博彩ETF(代码:BJK)
6. Market Vectors 全球替代能源ETF(代码:GEX)
7. Market Vectors 核能ETF(代码:NLR)
8. Market Vectors 俄罗斯ETF(代码:RSX)
9. Market Vectors 钢铁ETF(代码:SLX)

这9只基金全都有自己专营的领域,其中大部分都只跟踪单一商品指数。

克莱默证券

PowerShares取得巨大成功后,克莱默公司越来越清楚地认识到,它不可能通过并购跨入ETF行业,于是它决定自己组建ETF业务。尽管克莱默公司是在纽文基础上成长起来的第一家公司,但它却也花费了五年的时间才在加拿大推出其首只ETF。2006年9月,在通过封闭式基金、单位投资信托和其他管理投资组合建立起高达140亿美元的资产基础后,公司开始进军美国市场。尽管克莱默也推出过一些跟踪传统行业股票的ETF,但却以其高端ETF著名。这些ETF包括:

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 克莱默/Sabrient 内部关系人 ETF(代码:NFO),它跟踪的指数集中反映公司内部交易者和分析评级机构进行的合法购买。
- 克莱默/Sabrient 秘密 ETF(代码:STH),持有 150 种股票。根据"被忽视股票效应",华尔街的分析师们都不跟踪这些股票,因而预期它们可以获得超额收益。
- 克莱默/Zacks 多重资产收益指数 ETF(代码:CVY),投资于绩优股公司、合伙制有限责任公司(Master Limited Partnerships)、独资能源公司和封闭式基金,并以此创造出比那些以股息为基础收入来源的 ETF 更为优异的业绩。
- 克莱默/BNY 金砖四国 ETF(代码:EEB),只投资于四个经济体:巴西、俄罗斯、印度、中国。
- 克莱默标准普尔全球水资源指数 ETF(代码:CGW),跟踪那些业务与水资源有关的公司,公司业务可能涉及公共事业、基础设施以及设备和材料。

ProShares

6 月 21 日,ProShares 推出了 8 只创新型 ETF,从此迈入了 ETF 市场。其中 4 只 ETF 为公司首次推出的看空市场指数的 ETF 产品,另外 4 只则是公司首次推出的放大基准指数收益的 ETF 产品。

ProShares 的母公司 ProFunds 集团是一家小型共同基金公司,以销售杠杆和反转类共同基金为主。在这一点上,ProShares 继承了其母公司的传统。ProShares 于 1997 年由威廉·西鲁创立。威廉·西鲁在 1983~1988 年间曾担任商品期货交易委员会委员,当时迈克尔·撒皮尔在 Rydex 投资公司担任主管副总裁。ProFunds 是第一个在投资包中加入杠杆和看空操作的基金公司。这些新型的基金可以给予投资者两倍于市场反向收益率的回报。

1994 年,当 Rydex 构造出第一只杠杆反转共同基金时,ProFunds 也推出了它的第一只同策略的 ETF 产品。ProFunds 早在 1999 年就看到了 ETF 的发展潜力,于是将其 ETF 产品在证券交易委员会进行了备案。七年后,该公司获得了证券交易委员会的销售许可。

看空 ETF 产品的回报率与指数的回报率刚好相反。例如,如果纳斯达克 100 指数一天中下跌了 1%,那么 ProShares 看空纳斯达克 100 指数

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETF(代码:PSQ)就会获得1%的收益。这种ETF的迷人之处在于,它可以使你在持有股票多头的同时,看空指数。

首批看空ETF产品包括:

- ProShares看空纳斯达克100指数ETF(代码:PSQ),与纳斯达克100指数的投资回报相反。
- ProShares看空标准普尔500指数ETF(代码:SH),与标准普尔500指数的投资回报相反。
- ProShares看空中型股400指数ETF(代码:MYY),与标准普尔MidCap 400指数的投资回报相反。
- ProShares看空道琼斯30指数ETF(代码:DOG),与道琼斯工业指数的投资回报相反。

就在推出看空ETF的同一天,公司还推出了一系列杠杆ETF。这些ETF产品运用投资杠杆,使投资者可以在税费前,获得两倍于所跟踪指数的回报率。扩大市场收益率在一个市场变动不大的年份的确是一条获得高回报的有效途径。当然了,任何事情都是两面的,你在市场上升时可以获得双倍收益,那么,在市场下跌时,你的损失也同样会翻倍。

以下是首批杠杆ETF产品:

- ProShares两倍做多纳斯达克100指数ETF(代码:QLD),两倍做多纳斯达克100指数。
- ProShares两倍做多标准普尔500指数ETF(代码:SSO),两倍做多标准普尔500指数。
- ProShares两倍做多中型股400指数ETF(代码:MVV),两倍做多标准普尔中型股400指数。
- ProShares两倍做多道琼斯工业指数ETF(代码:DDM),两倍做多道琼斯工业指数。

所有看空和做多ETF产品,都不期待获得长期回报,他们或是希望获得每日反转收益,或是希望获得两倍于实际日收益的回报。

ETF通常是跟踪标准指数的,而ProShares为小型投资者提供了一个过去只有资本雄厚的个人投资者或者机构投资者才能采用的投资策略,而这种策略也正是一种新型的、简便易行的对冲风险的方法。看空ETF产品为投资者提供了一条在熊市中赚钱的低风险途径,而且投资者们并

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不需要设立利润账户。基金公司会向投资者收取0.95%的高于普通ETF的费率,因为创造这些收益需要承担更大的风险。(关于ProShares看空和做多ETF产品构造方面的详细解释,以及相关税收要求和收益情况,请参见第9章。)

基本分析家

指数的世界并非人们所说的"争论的温床"。投资经理们也不是那些艺高而自负,不断寻求并攫取市场非法所得的人。相反,他们其实可以理智、审慎地判断哪些公司是其所在领域代表。他们所关注的不应该是公司的股票会上涨还是下跌,而应该关注把哪些股票选出来纳入指数计算可以使指数最具代表性。

智能指数的产生曾使指数家族一度出现了混乱,因为这种指数不是简单地跟踪市场,而是致力于挑选出可以跑赢市场的股票。不过,想想那时人们跳出来大喊"市值加权的指数是有缺陷的指数"而造成的骚乱,智能指数所带来的混乱就算不上什么了。

一头短发、灰色外套、白色衬衫,这使鲍勃·阿诺特(Bob Arnott)看上去并不像一个革命者,而更像一个投资银行家。他给人印象最深的要数他的山羊胡,其次就是使他成为一名金融分析师对市场的独一无二的敏感度。

阿诺特是Research Affiliates公司的总裁。该公司是一家总部设在加利福尼亚州帕萨迪那市的资产管理研究公司。阿诺特以其在金融方面的独到见解而闻名,他在《金融分析周刊》(*Financial Analysts Journal*)、《资产管理周刊》(*Journal of Portfolio Management*)、《哈佛商业评论》(*Harvard Business Review*)以及其他知名杂志上发表过100多篇文章。在其中的一篇文章中,阿诺特抛出了一枚重磅炸弹——揭露市值加权指数的缺陷。

阿诺特一直在认真地撰写一篇关于基本面加权的指数化方法的文章。终于,在2005年3月的《金融分析周刊》中,阿诺特和他的两个助手发表了一篇名为《基本面指数化方法》(*Fundamental Indexation*)的论文。

正如本章之前所说,市值加权法是通过将公司股票价格乘以其总流通股数而得到公司总市值的一种加权方法。标准普尔500指数和其他绝大部分市场基准指数都是用这种方法加权计算的。通过这种方法计算出

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的市值,决定着某公司股票在指数中所占的权重。不难看出,这一标准使那些股价高的大型公司占有比股价低的同规模公司或股价高的小公司更大的比重。一只占指数3%比重的股票价格变动1美元对指数的影响,要大于一只占指数0.1%的股票价格变动1美元时对指数的影响。

简单来说,阿诺特认为价格并不是衡量股票价值的最佳方法。这种传统指数化方法背后的支撑理论是,高价格的股票就应该对市值加权的股指产生更大的影响。

如果一只股票的价格高于其"真实公平价格(true fair value)",那么它在指数中就会占有比它原本应有的更大的权重。同时,一只股价被低估到其"真实公平价格"以下的股票就只会占有比它原本应有的更小的权重。但是这可能与投资者希望发生的情况相反。投资者想要的是被低估的股票占有更大的权重,因为这些股票在靠近其真实价格的过程中一定会涨价;而被高估的股票则刚好相反,它们在靠近其真实价格的过程中,股价只能下跌。另外,阿诺特还指出,在43年的时间内,运用基本面加权法计算出的指数表现会比市值加权法计算出的指数表现高两个百分点左右。

阿诺特的这种思想,就好像在一个市值加权的"教堂"中,亵渎神明一样不为人们所接受。

"指数应该按照市值加权,因为市场本身就是以市值加权的,"标准普尔指数委员会管理委员会主席大卫·布利策(David Blitzer)说,"那些支持按公司基本面加权指数的人们,总是宣称自己可以跑赢市场。实际上,他们实质是在宣称自己比市场更聪明。但世上没有免费的午餐,你选用的加权方法与市值加权法差异越大,承担的风险自然也会越大。"

"我从来没有见过有一种想法像基本面加权法那样在刚刚推出的时候就获得如此大的关注,"阿诺特说,"之所以会这样,是因为它触动了人们一根敏感的神经,它反映了人们的焦虑,而这种焦虑已经形成几十年了。自从1957年标准普尔500指数推出以来,人们就开始担忧这种指数与生俱来的设计缺陷。虽然我们无法判定哪些股票的价值会被高估,但有一点可以肯定,市场上总会有一些股票的价值被高估或低估,从而过分加权或加权过少。"

"基本面加权指数则不同,它力求反映现实经济的构成,而非股票市场的构成,"阿诺特说,"它力求根据公司在经济中的影响范围对公司加

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

权,而这种影响范围是可以通过测算得到的。它切断了市值加权法中公司股价和其在投资组合中权重之间的错误联系。尽管在我们按公司在经济中的规模对其加权时,股价估计方面的错误仍然存在,但是这种错误已经不再与它们的权重相联系了。”

你也许会问,到底什么是基本面加权指数法呢?简言之,基本面加权指数法就是按照公司在经济中的规模进行加权。在这种方法中,阿诺特按四个方面标准——营业收入、利润、账面价值和总股息分别计算出公司在经济中所占的百分比,然后算出平均值。

阿诺特不仅认为这样算出的指数可以跑赢市场,而且他认为这是一个有销路的投资策略。不过,阿诺特并不想组建一家 ETF 公司。因为,他意识到,指数与一只真正的基金一样,是一种可以销售的商品。像智能指数的开发者一样,他同样拥有一个独一无二的投资策略。他既可以直接将这个策略应用于 ETF 之中,也可以将其使用权卖给共同基金或其他投资机构。阿诺特为他的指数注册了一个名字——基本面指数,并且根据这一理念申请了专利。最后,他还依据前述的四种标准创建了 *Research Affiliates* 基本面指数,或被称为 RAFI。当时,除了阿诺特以外,没有其他人在开发这种指数,因此,阿诺特自然可以以这一理念为基础,创造出跟踪 RAFI 的庞大的指数家族。此后,Research Affiliates 完成了与富时指数公司的合作。富时公司负责管理、计算和每日发布他们的系列指数——FTSE RAFI。太平洋投资管理公司(Pimco)是共同基金业中第一家接受这种加权理念的公司。随后,查尔斯·施瓦布公司为它的共同基金创造了跟踪 FTSE RAFI 的被动指数(passive indexes)。当然,FTSE RAFI 也吸引了 PowerShares 的注意——此时的 PowerShares 还正处于第一次腾飞的过程中。在指数化的世界中,布鲁斯·邦德很显然是一个反叛者。他基于智能指数开发的 ETF 产品也有一定的基本面加权因素,不过,在这些产品中,不同的股票是被赋予相同权重的。所以,当阿诺特出现,并宣布市值加权时代已经结束时,邦德庆幸自己找到了志同道合的人。于是,PowerShares 开始与阿诺特接洽,并决定共同开发这种新型 ETF 产品。

第一只 FTSE RAFI ETF——PowerShares FTSE RAFI 基金,又称 PowerShares 基本面加权指数 ETF(代码:PRF),于 2005 年 12 月推出,但是真

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正的基本面加权是从2006年开始的。

这只ETF新品跟踪由FTSE RAFI筛选出的1 000强公司的股票。由于当初的智能指数曾占据了相当大的市场份额,因而与其极为相似的FTSE RAFI也是可以的。于是,PowerShares为那些希望通过基本面加权构造多样性的投资组合的投资者们,开发了一整套的FTSE RAFI ETF产品。事实上,基本面指数胜利了。自FTSE RAFI 1000指数推出以来,它的表现一直优于标准普尔500和罗素1000至少两个百分点,有时甚至达到五个百分点之多。

下面列举了FTSE RAFI ETF产品:

- PowerShares FTSE RAFI亚太(不含日本)ETF(代码:PAF)
- PowerShares FTSE RAFI发达市场(不含美国)ETF(代码:PXF)
- PowerShares FTSE RAFI新兴市场ETF(代码:PXH)
- PowerShares FTSE RAFI美国1500中小型股ETF(代码:PRFZ)
- PowerShares FTSE RAFI能源行业ETF(代码:PRFE)

2006年9月,PowerShares推出了10只跟踪美国市场的行业FTSE RAFI ETF产品,并于2007年推出了9只跟踪国际市场的FTSE RAFI基金产品。但是,在所有的这些基金产品问世以前,FTSE RAFI要面对它最大的挑战。FTSE RAFI指数并不是由任何一个已经存在的市值加权指数的公司开发出来的,而是由一个新成立的公司,独立发现基本面加权指数的优势后开发出来的。

智慧树

作为基本面指数的FTSE RAFI 1000,在足足六个月的时间里,都在孤军奋战。同样,阿诺特也是一位建立新指数的孤独的斗士,但他却很享受这个只属于他自己的舞台。作为基本面指数思想唯一的拥有者,他乐此不疲地向广大投资者宣传着这一理念。此外,他还为每一种利用基本面加权方法计算的指数都申请了专利。

尽管如此,到6月份时,挑战者还是出现了!一家窃取阿诺特新构思的投资公司浓妆走上了ETF的舞台,这就是智慧树(WisdomTree)投资公司。2006年6月16日,智慧树公司一次性在纽约交易所推出了20只跟踪它自己的基本面加权指数的ETF产品。这是纽约交易所有史以来推出ETF数量最多的一天。很快,这一消息通过大规模的营销广告在所有

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

媒体上传开了。一时间,智慧树成了市场上拥有最多 ETF 产品的头号基本面加权 ETF 构造者和最大的独立 ETF 销售商。

智慧树是金融家索尔·斯坦伯格(Saul Steinberg)之子乔纳森·斯坦伯格(Jonathan Steinberg)创建的。20 世纪 90 年代,股票市场技术泡沫时期,斯坦伯格经营着一家名叫“个人投资者集团”的小型传媒公司。1988 年,斯坦伯格买下一家发布低价股内幕消息的杂志,并改名为《个人投资者》(*Individual Investor*),这本杂志以刊登通过数理分析筛选出股票的研究型文章为主。根据 *Registered Rep* 杂志的报道,“《个人投资者》杂志在 20 世纪 90 年代达到巅峰,最多时拥有 50 万个订阅者”。此外,斯坦伯格还运营着一家名为智慧树的对冲基金。1998 年,公司创造了一个小型股指数,叫美国成长最快公司指数(America's Fastest Growing Companies),由美国证券交易所计算。在这期间,斯坦伯格在 ETF 行业已经超过了纽文。2000 年年初,纽文公司获得了将这一指数用于 ETF 的使用权,不过这项权利后来随着纽文分拆成 FITRs 和 PowerShares 而消失。

网络泡沫爆发后,商业出版社销售额骤减,广告费收入严重萎缩。2001 年 7 月,《个人投资者》停刊,斯坦伯格同时关闭了智慧树对冲基金,卖掉了该杂志原有的订单,并拿着这笔钱和原来的主编一起将原公司变更为一家名为“指数发展合作者”的指数产品销售公司。

他们意识到,要想在指数业的竞争中占据优势,就必须创造出与众不同的新产品来。他们决定改变指数加权方法并创造出了后来成为智慧树指数的一系列股息加权指数。

股息加权指数是指,一家公司在指数中所占的权重是由它派发给股东的现金股利占指数中所有股票总现金股利的比例决定的。实验证明,这种指数与市值加权指数相比,绩效更好,波动性也更小。

但是 2002 年,市场中并没有多余的钱可以为这样一家新型指数发展公司融资。斯坦伯格和斯拉库萨诺(Siracusano)确定使他们的指数商业化的唯一方法就是自己经营。他们决定把公司变成一家资产管理公司,还继续用原来智慧树的名字。在这之前,指数公司和 ETF 公司一直是分离经营的实体,WisdomTree 成为第一个发行跟踪自己公司指数的基金的指数公司。

资金仍然很紧张。在每个人都遭受惨重损失的熊市中筹集资金可不

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是一件易事。他们曾向很多家机构请求融资,但都遭到了拒绝。与PowerShares的布鲁斯·邦德一样,斯坦伯格把这段时期描述成"十分艰苦而又黑暗的时期"。

到2003年年底,斯坦伯格的命运开始发生了转变。他的一位朋友把他介绍给了著名的基金经理迈克尔·斯坦哈特(Michael Steinhart)。斯坦哈特立即被斯坦伯格的想法吸引了,不过斯坦伯格还是又花了七个月的时间才最终说服斯坦哈特投资于他的公司。

"他进行了两个测试,"斯拉库萨诺说,"第一,他要求我们找一个公司外的权威人士重新证明这项有关指数的研究;第二,他让我们找一家风险投资公司监督我们公司的运营情况。"

于是,他们来到了费城,并把他们的研究成果展示给宾夕法尼亚大学沃顿学院的一位金融学教授杰里米·齐格(Jeremy Siegel)。齐格是华尔街备受尊重的评论家,自从股市泡沫破灭后,他也渐渐不再对市值加权法抱有任何幻想了。很巧合的是,在斯坦伯格来找他之前,他就准备写一本将股息加权股票和标准普尔500进行比较的书,并且已经开始了相关的研究。斯坦伯格来找齐格的时候,本来是希望他可以出来说句话,即智慧树从事的研究与自己的研究是一致的。但是,让斯坦伯格没有想到的是,齐格太欣赏智慧树的这套指数计算方法了,以至于他希望可以加入公司。

"股息指数波动性更小,并且对熊市也更具抵御能力,"齐格说,"因此,股息指数中的投资者不需要像市值加权指数中的投资者一样,在熊市中卖掉那么多的股票。他们只要一直持有股票等待新一轮牛市的到来就可以了。"

当斯坦伯格和斯拉库萨诺回到斯坦哈特位于纽约的办公室时,斯坦哈特向他们介绍了自己的一位新雇员,他刚刚从国内最知名的商学院毕业,并获得了MBA学位。显然,这位新毕业的MBA学生是斯坦哈特找来反驳"智慧树提案"的优点的。

"斯坦哈特身边所有的重要人物都不建议他进行这项投资,他们都认为我们是错的。"斯拉库萨诺说,"我必须要驳倒这位MBA毕业生,并且说服他,让他相信我们是对的,而所有其他人都是错的。"

斯拉库萨诺说,在一次与齐格进行的电话会议中,齐格告诉斯坦哈特,"我从来没有加入过一家这样小规模的公司,但是我会加入这家"。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上,他真的加入了智慧树公司,担任董事和首席顾问。

“智慧树致力于研发有关 Alpha 产品的想法与我自己的投资理念是一致的。”斯坦哈特告诉 *Registered Rep* 杂志。另外,他还表示,他对这项业务的低成本结构很感兴趣。

斯坦哈特把他们介绍给了 RRE 风险投资公司。这是一家个人独资公司,它的拥有者是美国运通的前首席执行官和董事长詹姆斯·罗宾逊三世(James D. Robinson Ⅲ)。经过两轮的融资,斯坦伯格筹集到了 1.65 亿美元。由于这其中斯坦伯格本人的投资金额最大,因此,他成为了公司最大的股东和董事长。之后,他们聘请了帮助巴克莱开展 ETF 业务的布鲁斯·拉宾,让他担任总裁兼首席运营官。

2006 年 6 月,智慧树在纽约证券交易所一次性发行 20 只 ETF,这在 ETF 界绝对算得上是一件大事。此前,由于 PowerShares 基本面加权指数 ETF(代码:PRF)是市场上该类型的首只 ETF,它在市场上的所有活动都是独自进行的。智慧树突然的日间巨额发行使它成为了拥有最多基本面加权指数 ETF 的头号发行者和首只跟踪国际小盘股 ETF 的提供者。

大量的报纸杂志开始刊登斯坦哈特和齐格即将发售 ETF 的消息,他们甚至还上过几次全国最大的商业新闻频道 CNBC。当然,这与齐格是该频道的定期评论员和斯坦伯格的妻子玛利亚·巴迪拉诺(Maria Bartiromo)(也就是人们常说的“可爱的钱小姐”)是这个频道最受欢迎的主持人无关。

但最重头的新闻还是齐格在他为《华尔街周刊》写的一篇文章中,表达了他支持基本面加权指数法的观点。尽管阿诺特的理论在华尔街已经尽人皆知,但还是齐格的这篇文章向大众投资者们详细解释了基本面加权指数法的概念。

“市值加权指数的理论基础是有效市场假说,这一假说假定每只股票每个时点的价格都可以最好地、无偏地估计公司潜在的价值。”齐格写道,“但是,一个例子就可以证明证券价格并不总是公司潜在价值的真实反映。”

“齐格说,股票价格经常随着一些与基本面无关的因素即市场噪声,比如投机者、炒作者、内幕交易者或通过大量买入大幅下跌的股票而获利的投资者而变动。这些因素可以使股票价格超过其真实价值,从而导致它在指数中的过分加权。同时当股票价格被低估到真实价值之下时,它

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在指数中的权重又会过小。”

智慧树将这种现象称为市值加权指数的结构性缺陷。

与阿诺特的观点类似,齐格也认为,消极管理的指数投资产品会将更多的钱投向那些价值被高估的股票,而更少投资于价值被低估的股票。显然,这种做法与投资常识是相悖的,因此,齐格认为依靠基本面加权指数是一种更好的办法。

齐格说,不反映自身真实价值的股价的存在,就是反驳支撑市值加权理论的有效市场假说的强有力的证据。

不过,齐格的这种说法并没有得到指数界两位元老级人物的认同,一位是普林斯顿大学教授兼《漫步华尔街》一书的作者波顿·马尔基尔,另一位是先锋集团和第一只指数基金的创始人约翰·博格尔。两个人在《华尔街周刊》上联合发表了一篇措辞文章,尖锐地反驳了齐格的说法。他们在文章中说,“基本面指数产生的投资组合收益比传统指数基金要多,因此,它也必须为此承担更高的交易费用和资本所得税”。在文章最后,两人还指出,“在基本面指数和传统指数前五年业绩的比较中,前者之所以可以胜出,是因为它倾向于赋予资本规模小、价值型的股票和公司更大的权重,而这两类股票又恰巧在过去的五年中表现较佳而已”。

以下是智慧树首发日发行的一些 ETF 产品:

- WisdomTree 总股利指数基金(代码:DTD)
- WisdomTree 高股利收益股票指数基金(代码:DHS)
- WisdomTree 大型股股利指数基金(代码:DLN)
- WisdomTree 中型股股利基金(代码:DON)
- WisdomTree 小型股股利基金(代码:DES)
- WisdomTree DIEFA 股利指数基金(代码:DWM)
- WisdomTree 国际小型股股利基金(代码:DLS)
- WisdomTree 国际 100 股利基金(代码:DOO)
- WisdomTree 欧洲股利指数基金(代码:DEB)
- WisdomTree 日本股利指数基金(代码:DXJ)

基本面加权指数

前面已经提过,阿诺特的 FTSE RAFI 指数是基于四方面基本标准考虑的:营业收入、利润、账面价值和总股息。根据《基本面指数化方法》一

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文,阿诺特将所有的公司按照每一种标准进行分类,然后选出每种标准下排名前 1 000 位的公司。所有这 1 000 只股票都会被纳入相关标准的基本面指数的计算中。

用于衡量公司规模的指标如下:

- 账面价值
- 最近五年平均现金流
- 最近五年平均总销售额
- 最近五年平均总股利

这四个指标在公司规模的衡量中权重相同,共同决定综合指数。

与 FTSE RAFI 运用四种指标的方式不同,智慧树整个指数基金家族多是按股利加权的。虽然智慧树并不是第一个发行股利加权 ETF 产品的公司,但他却是第一个将股利作为指数加权基础的公司。显然,不发放股利的公司就会被剔除出指数。由于典型的科技类和生物技术类股票是不发放股利的,这就意味着这两类股票的情况在股利加权指数中是无法体现的,而且股利指数对于诸如工业、金融业、消费品业和公共事业等相对成熟行业的股票有过度加权的趋势。正是由于这种指数中缺乏成长型公司,并对有潜力的价值型股票过度加权,所以它的波动性相对于市值加权的指数要小得多。

智慧树通过将每股股利乘以流通中的普通股股数得到加权所需的数值,这个数值是公司支付给股东的合计美元价值,也就是股利的真实价值。因此,股利很多的小型公司在指数中的权重会比一个股利很少的大型公司大。

例如,通用电气每年付给股东 100 亿美元的股利,而目前,美国所有公司所支付的股利总和大概为 2 700 亿美元。这样,通用公司所占的权重就应该用 10 除以 270,约占 4%。

你可能忍不住要问,到底谁是对的,市值加权者还是基本面加权者呢?目前仍然没有定论。不过我在 Smartmoney. com 网站的一篇文章中写道,“尽管很多独立的研究结果都与阿诺特和基本面加权者的说法相悖,但是伦敦一家研究咨询公司 Style Research 的总裁罗伯特·施瓦布说,他‘最初也认为阿诺特的说法不可信’。于是,他的公司根据过去 5 年、10 年、20 年,美国、英国、欧洲、东南亚和日本股市中各上市公司的收

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益、股利、销售额和账面价值,分别构建了投资组合。'结果我们发现,从长期来看,基本面指数法的业绩平均每年比传统方法高2% ~2.5%'"。

争执

FTSE RAFI和智慧树不仅在谁先提出了基本面加权指数方面争论不休,他们也一直为到底谁在吹嘘自己争执不下。

2007年年底,智慧树成为拥有最多基本面加权指数ETF的公司。2006年9月,PowerShares推出了10只跟踪美国行业股市的FTSE RAFI ETF产品,2007年又推出了9只跟踪国际市场的基金,但即使这样,智慧树拥有的基本面指数ETF数量仍然是FTSE RAFI基金的两倍。

不过,智慧树要想成为行业的领导者,仅仅这样还是不够的。智慧树不喜欢人们把阿诺特奉为"基本面指数法之父"。于是它指出,阿诺特并不是提出运用基本变量加权指数的第一人,类似的思想已经在诸如高盛一类的投资银行中运用了20多年了。智慧树之所以觉得不服,还因为人们并不认为他们是创新者。他们说,自己关于这一概念的研究工作是与阿诺特同一时间展开的。

然而,阿诺特却是第一个公开发表文章介绍和解释这一概念的人。在很多领域,只有第一个提出的人才会受到赞誉。阿诺特还把基本面指数这一名称变成了一个注册商标,并且对这一名称及其相关变量的使用权申请了专利保护。另外,PowerShares的FTSE RAFI 1000也是第一只进入市场的基本面加权指数ETF。而且,如果专利申请成功的话,智慧树会被冠以侵犯专利权的罪名。

不过最后,FTSE RAFI和智慧树都产生了一种关于如何构建投资组合的有趣想法。一种想法是,将资金分别分配于市值加权和基本面加权指数的投资产品之中。例如,你投资组合的30%目前正投资于SPDR,而你又希望通过投资于FTSE RAFI 1000指数基金获得更高的投资回报,那么,你就可以不再将全部30%的资金都投入到SPDR中,而是将15%投资于市值加权的SPDR,另外的15%原本也准备投资于大盘股的资金投资于FTSE RAFI 1000。这样,如果基本面加权指数真如人们所说的那样倾向于小型股,你就不用担心错过小盘股的上涨行情了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不断成长

关于2007年ETF行业的发展,各家的评论都大同小异。总的来说,该行业有一些新公司成立,还有一些共同基金也参与进来。当然,这一年中ETF业也有相当显著的成长——每家ETF公司都发行了更多的ETF产品。据ICI的数据,2007年12月31日为止的12个月中,该行业比2006年增长了75%,基金总数达到629只。根据Lipper基金研究公司的数据,如果把不受《1940法》约束的交易所交易产品也算在内,该行业此时共有657只基金。

由于PowerShares已经是一家大型基金公司的一部分,所以智慧树就变成了该行业最大的独立公司。至于曾推出美国石油基金的维多利亚湾资产管理公司,则是除智慧树之外的唯一一家独立ETF公司。不过就在新年的第一个月刚刚过去时,另一新秀,名为XShares的纽约公司突然间成为了拥有基金数第二多的独立公司。

XShares

杰弗瑞·菲尔德曼(Jeffrey Feldman)是XShares公司的创始人,此前他曾拥有一家资产管理公司,还担任过经纪商。菲尔德曼说,他以前在路特格斯大学讲授宏观经济学时发现,"虽然医疗保健行业比农业大25倍,但在目前的市场中,除了投资于制药巨头以外,还没有任何其他与其相联系的资本市场工具"。尽管菲尔德曼以前从来没有构造过任何一只基金,哪怕是一只共同基金,但这次,他决定开始构造ETF产品。

根据TheStreet.com网站的信息,"XShares是由两家公司合并组成的。这两家公司分别是:费尔干纳,一家生命科学咨询公司;源泉生物资本合伙制公司,一家为患者提供新一代医疗器械和治疗的投资公司。合并后的公司变成了一家公司制企业,并更名为XShares"。随即,其首只ETF产品便问世了。

菲尔德曼决定将医疗保健行业分为若干个子行业。在一年的时间里,XShares共为"医疗保健"基金家族推出了19只ETF,每一只基金都集中于某一具体的医疗保健品市场,如癌症指数基金(代码:HHK)、心脏病学指数基金(代码:HRD)和皮肤病及皮肤损伤指数基金(代码:HRW)。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为对整个行业的概括,医疗保健综合指数(代码:HHQ)则将所有的子行业都涵盖在这一只基金中了。

这种基金产品最吸引人的地方就在于,美国人口越来越趋于老龄化,因而,人们也会将越来越多的钱花在医疗保健上。不过,这种 ETF 的投资风险毕竟很高,因为它只集中投资于一些小型生物科技和生物制药公司,其中很多还是不盈利的。这些公司可能要花费十年的时间才能获得美国食品药品监管局的药品生产许可。虽然把一种药品成功推向市场可以获得巨大的利润,不过药品公司在获得生产许可过程中的任何一点闪失,也都会大幅削减其市场份额。尤其是在癌症药物领域,任何一种药物市场份额的增加,都意味着其对手的份额明显下降,利润也会相应减少。

但毋庸置疑的是,每个行业中都有大赢家。医疗保健综合指数基金为那些对医疗保健业下属子行业感兴趣的投资者提供了一个在小型或中型制药公司间配置的投资组合。医疗保健系列基金收取的费率都很高,通常在 0.75% ~0.9% 之间。

此外,基金公司向证券交易委员会申请不受《1940 法》约束的豁免权一直都十分困难。针对这一点,菲尔德曼又想到了一个比医疗保健类投资组合更好的赚钱方法。因为只要一个公司获得了证券交易委员会授予的豁免权,这之后,它发行 ETF 的过程都会快捷得多。所以,菲尔德曼决定利用 XShares 公司获得的豁免权为所有想推出 ETF 的公司建立一个平台,其他的公司可以利用这一豁免权平台直接构造新的 ETF 产品,而不用再经过漫长的申请过程。XShares 公司也因此而得名,因为任何一家想利用这一平台发行新 ETF 产品的公司,都可以用它的名称代替 XShares 中的 X 而命名。

9 月,XShares 为一家名叫阿德兰特的基金公司构造了 7 只阿德兰特不动产 ETF。10 月,它又与第二大折扣经纪商 TD Ameritrade 合作,推出了第一只目标日期 ETF 产品——the TDAX Independence Funds。

目标日期共同基金才刚刚推出两年,就已经成为退休基金市场成长最快的基金之一。“目标日期基金为那些没有很多时间和投资技巧的投资者提供了一种积累退休金的简单易行的方法。你所要做的只是选择一

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个计划退休的日期并依此选择一只合适的基金。这种基金开始会很激进地将资金投资于美股和世界各国的股票之中,但随着目标日期的临近,它会逐渐调整,从而持有更保守的股票组合。”

通常,基金名称中的日期就是投资者希望赎回基金的时间。这些目标日期基金包括:

- TDAX 目标日期退休指数基金(代码:TDX)
- TDAX 2010 生命周期指数基金(代码:TDD)
- TDAX 2020 生命周期指数基金(代码:TDH)
- TDAX 2030 生命周期指数基金(代码:TDN)
- TDAX 2040 生命周期指数基金(代码:TDV)

以上每只基金都会收取 0.65% 的费用,每季度调整一次投资组合。

TDAX 系列指数基金的创新之处在于,这些指数都是由股票市场和债券市场共同组成的。这就使得 TDAX 成为第一批混合 ETF,因为它在同一只基金的投资组合中,同时持有股票和债券。

Ameristock

2007 年,债券型 ETF 的产生称得上 ETF 界的一件大事。自从格雷·加斯蒂诺的 FITRs 于 2003 年结业清算之后,iShares 的 6 只 ETF 在接下来的四年里,就是市场上仅存的固定收益 ETF 产品了。但在 2007 年,很多债券型 ETF 都接连问世。道富全球咨询公司和先锋公司都推出了自己的债券型 ETF 产品。其中,先锋公司的产品比 iShares 的收费还要低。随后,iShares、道富和 PowerShares 每隔两个月就有一家公司推出其首只市政债券 ETF 产品。2008 年年初,Van Eck 也推出了自己的首只市政债券 ETF。

具有讽刺意味的是,就连一些与已经清算的 FITRs 极为相似的债券型基金此时也不断推出市场。小型基金公司 Ameristock 和它的姊妹公司 Victoria Bay 于 7 月份也推出了 5 只固定收益 ETF,从而首次进军 ETF 市场。它们的产品是跟踪债券指数巨头罗恩·雷恩(Ron Ryan)发布的指数的。罗恩·雷恩曾经创造了世界著名的雷曼债券指数。在雷恩以前就职的雷恩实验室中,他还为加斯蒂诺的 FITRs 开发过指数。

传统的债券型基金,如 iShares 雷曼 1 ~ 3 年期国债 ETF(代码:

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

SHY),都是跟踪存续期在1~3年的一组债券的,而Ameristock/Ryan的ETF则只跟踪存续期为1年或2年的国债。例如,Ameristock/Ryan 2年期美国国债ETF(代码:GKB)就仅仅跟踪一种债券,即发行频率最高的2年期国债。每当旧的债券到期,财政部又发行新的2年期债券时,基准指数都会相应发生变化。这种基金通常也会持有其他一些债券,目的是抵消每次新老债券交替时产生的收入。

- Ameristock/Ryan国债指数ETF,寻求复制雷恩国债指数的价格和收益率。该基金90%的资金投资于美国国债,10%投资于衍生工具或其他投资产品。
- Ameristock/Ryan 1年期美国国债指数ETF(代码:GKA)。它所跟踪的指数包括两种类型美国国债,一种是发行频率最高的6月期国债,另一种是发行频率最高的2年期国债。其中,前者的权重为66.7%,后者为33.3%。
- Ameristock/Ryan 2年期美国国债指数ETF(代码:GKB),跟踪发行频率最高的2年期国债。
- Ameristock/Ryan 5年期美国国债指数ETF(代码:GKC),跟踪发行频率最高的5年期国债。
- Ameristock/Ryan 10年期美国国债指数ETF(代码:GKD),跟踪发行频率最高的10年期国债。
- Ameristock/Ryan 20年期美国国债指数ETF(代码:GKE),跟踪发行频率最高的20年期国债。

SPA ETF

SPA ETF是继巴克莱之后在美国市场上发行ETF的第一家外国公司。该公司于2007年在英国成立,它与伦敦资本公司(London & Capital)是姊妹公司。

2007年10月,Spa发行了6只基本面指数ETF。这些基金跟踪的是由一家位于佛罗里达州夏洛蒂港的指数公司MarketGrader发布的指数。这家公司的指数与同为基本面加权指数的FTSE RAFI不同,因为它是平均加权的。MarketGrader对美国市场上所有的股票进行数理分析筛选,并根据24个基本因素对每家公司评分,最终的分数是四个方面(成长性、

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值性、赢利性、现金流)各项指标评分结果的平均值。

MarketGrader 40 是跟踪一个 2003 年左右产生的指数的龙头基金。在这个指数的计算中,公司市值大小没有任何影响。该指数会对每一只股票进行筛选,评分最高的 40 只股票会纳入股票的计算,与市值大小无关。通常情况下,MarketGrader 40 指数中 50% 的股票都是中型股票,大盘和小盘股各占 25%。

MarketGrader 100 和 MarketGrader 200 指数也是运用同样的筛选方法,只是选出前 100 和 200 只股票而已。

很具有讽刺性的是,这三种指数的计算虽然表面看起来与市值毫无关联,但实际上却都已经将市值因素考虑在内了。因为,所有的股票都是先按市值大小分为大型、中型、小型股,然后再从每一组中选出前 100 只纳入相应的指数计算。

这种跟踪 MarketGrader 指数的 ETF 产品推出时,MarketGrader 40 自其产生以来的平均年业绩已经高出标准普尔 500 指数 15.6 个百分点。基本面筛选法旨在使跟踪这些指数的 ETF 的表现优于传统的基准指数,但是股票市场的走势却不遂人愿。在这种 ETF 刚刚上市后,股市就开始下挫。这使得新上市的 ETF 都还没有足够长的时间准确衡量它与基准指数业绩孰优孰劣。

上述全部 6 只 ETF 的费用比率都是 0.85%,是该行业内最高的费率之一。MarketGrader 指数每季度或每半年重新调整一次股票组合。下面就是前述的 6 只 Spa ETF:

1. Spa MarketGrader 40 指数基金(代码:SFV)
2. Spa MarketGrader 100 指数基金(代码:SIH)
3. Spa MarketGrader 200 指数基金(代码:SNB)
4. Spa MarketGrader 大型股票 100 指数基金(代码:SZG)
5. Spa MarketGrader 中型股票 100 指数基金(代码:SVD)
6. Spa MarketGrader 小型股票 100 指数基金(代码:SSK)

Ziegler 资本管理公司

Ziegler 是一家不同寻常的 ETF 发行者,因为它在 3 月份发行了一只基金之后,就再也不准备发行新基金了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纽约交易所太平洋科技100指数ETF(代码:NXT)寻求复制纽约交易所的太平洋科技100指数。这一指数是由科技有关行业的100家公司的股票组成的。该指数产生于25年前,它曾用过"太平洋证券交易所科技指数"的名称。之后,太平洋证券交易所被前群岛交易所收购。群岛交易所上市的所有股票都是电子类股,是美国第一家此类型的交易所。后来,纽约交易所与群岛交易所合并,组建了纽约群岛交易所,纽约交易所太平洋科技100指数是该交易所的一种重要指数。现在,纽约群岛交易所变成了纽约交易所电子类股票交易所,并交易着市场上40%的ETF产品。

这只价格加权的指数基金与跟踪市值加权的纳斯达克100指数的Qubes是竞争的关系。因此,它的前10位重仓股经常也占据着Qubes仓位的40%~50%。但是,纽约交易所太平洋科技100指数更具多样性。因为它的前10位重仓股仅占整个指数24%的权重而已。正因如此,人们通常认为纽约交易所太平洋科技100指数基金比Qubes的波动性要小。其收费比率为0.5%。

Ziegler是一家小型投资管理公司,它拥有2只积极管理的共同基金和7只指数基金,其中一只指数基金是跟踪纽约交易所太平洋科技100指数。正是因为Ziegler公司已经拥有一只跟踪纽约交易所太平洋科技100指数的指数基金,而且该交易所在ETF界的地位越来越高,所以公司决定推出跟踪该指数的ETF产品。

Ziegler资本管理公司市场和销售部经理丽莎·马萨(Lisa Matza)说:"这是我们唯一的ETF产品。我们希望可以推出一种我们对其发展深信不疑的投资产品,并将该业务做大,然后再开拓其他产品的市场。"

Focus Shares

2007年成立的最后一家基金公司在11月份发行了4只不同寻常的ETF,这4只ETF都是跟踪国际证券市场上20~30只股票的。

- FocusShares ISE房屋建造商指数基金(代码:SAW),跟踪主营业务为居民住宅建筑和装配式房屋市场的公司。
- FocusShares ISE"邪恶"指数基金(代码:PUF),跟踪业务涉及赌场、酒类和香烟行业的公司。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- FocusShares ISE-CCM 国土安全证券指数基金(代码:MYP),跟踪与国土安全部签约生产的企业,如生产生物疫苗的公司。
- FocusShares ISE-REVERE 沃尔玛供应商指数基金(代码:WSI),跟踪主要收入来源于向沃尔玛供货的公司。

由于这些 ETF 产品上市时间尚短,目前还无法对其业绩作出评价。

小结

创新,这绝对是 ETF 业的一个重要特点。

在 ETF 业产生后的最初 15 年中,证券交易委员会要求每一只 ETF 都必须跟踪一种指数。因此,共同基金的经理们有权利灵活地选择证券构建基金投资组合,但 ETF 的基金经理却没有这种选择自由。ETF 必须跟踪一种指数,而任何一种指数都会受到各种选股规则的限制。大多数指数基金都是一种商品,那么当两只跟踪同一指数的不同基金将获得相同收益时,就没有存在两只基金的必要了。

另外,读者们一定还记得我们前面提到的"先动优势"。正是因为最先跟踪某一指数的基金可以获得前期所有投资者的注意和资金,所以才有先动优势的存在。从这个角度看,当一只相似的基金推出市场时,它是很难克服前一只基金已经建立的品牌优势的。综合以上两点,先动优势和产品相似规律使新建立的基金公司很难有动力在已有的指数基础上构造 ETF 产品。

一旦 ETF 业主要基金发行者的基金产品已经覆盖大部分著名的基准指数时,小公司就很难再进入这一市场了。这些因素阻碍了 ETF 业的发展。

不过,这些阻碍尚未完全遮蔽 ETF 的光芒。在现实中,新设的公司也都看到了 ETF 市场的发展机遇,同时他们还认识到,要想进入这一行业,就必须从指数构造方法和选股方法两方面构造出新的指数来。

察觉到 ETF 市场发展机遇的新设公司和小型共同基金公司决定创造一种可以为投资者们提供新的投资选择的独特指数。PowerShares、Research Affiliates 和智慧树是这个我称之为"新一代指数跟踪行动"中的领军人物。它们打破了传统的指数构造方法,融入了构建投资组合的新构思,从而创造出了很多新指数。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有一些是利用传统的市值加权指数结构创造出更集中于某一方面的指数——行业类型、投资风格或者以前不跟踪的细分行业(如水利公司和皮肤病药物公司)。另一些则抛弃了原来的市值加权结构,转而采用股价以外的变量加权。其中,最常见的是用各种基本面指标衡量一个公司的发展状况。还有一些甚至创造出了跟踪其他资产类别的指数。

总而言之,上面介绍的所有的指数构造和使用方面的创新都对 ETF 行业 2003 ~ 2007 年的蓬勃发展起了极大的促进作用。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8

非ETF的ETF
——ETPs、ETVs和ETNs
The ETFs That Aren't ETFs: ETPs, ETVs, and ETNs

如果交易所交易基金真的是一种费率不那么高、税收方面更有效率的投资于股票和债券的方式,那么,它们也就不枉人们对它们的各种赞美。但实际上,交易所交易基金的优点还不止于此。

交易所交易基金改变了个人投资者的投资选择面。当 ETF 的发明者将仓库存单的概念应用于股票和基金的时候,他们并没有意识到这种做法将引发资产管理界的革命。这场革命大大地扩大了个人投资者可以选择的投资范围。ETF 在结构上的灵活性消除了投资于商品、货币等非传统资产类别上的障碍。

商品和货币是分散化的投资组合中的优良资产,因为它们和股票、债券之间的相关系数非常低。相关系数衡量的是资产类别之间相互独立变化的程度。因此,当股票价格下跌的时候,商品和货币的价格会上升。

当然,值得一提的是人们想要投资于商品的原因不只是这一个。21 世纪的第一个十年中,在 ETF 取得了更广泛的关注的同时,商品市场也经历了一个大牛市的行情,黄金、白银、石油、铜、铀、水和许多农产品的价格都在不断地上涨。个人投资者涉足商品市场的愿望非常强烈,但是实践起来却困难重重。投资于商品和货币最普遍的方式就是通过期权和期货市场。然而,和投资股票相比,期货交易要复杂得多。然而一些类似于 ETF 产品的出现,使投资者能够像投资股票一样轻松地投资于商品和货币。

这些产品为商品和货币市场开发出了一些新客户。机构基金、养老基金、捐款基金、401k 计划和个人退休金账户通常不参与商品市场和货币市场的交易。但是,由于这类新开发的准 ETF 产品采用和 ETF 一样的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易方式并且可以像基金份额那样持有,上述机构忽然就获得批准,可以参与原来受限制的资产,这为他们进行分散化投资提供了更好的机会。

这个特征使得 ETF 在华尔街出售的所有商品中独树一帜。与其他产品仅仅创造出一种新的资产不同,ETF 提供了一种全新的、简便的、可以投资于很多种资产的方式。它对相应的市场也产生了双重的影响,不仅吸引了全新的投资者,并且增强了市场的流动性。

这是一个具有讽刺意味的发展。基于商品市场仓库存单概念的股票存托凭证回到了原点,并且产生了意料之外的效果,即为商品市场引入了个人投资者。在这类准 ETF 产品出现之前,小投资者很难参与这类资产的交易,即便是在投资顾问的帮助下也不太可能。当投资者确实可以投资于这类资产时,他们被收取了高额的佣金。

严格来讲,这些新的准 ETF 产品并不是基金。作为注册的投资公司,真正的 ETF 只能持有证券。他们被限制只能持有小额的商品和其他类别的资产。这些新衍生出来的产品称为"交易所交易产品"(ETP)或者"交易所交易工具"(ETV)。业界关于这两个名称并没有特别的说明,但我个人却因为"工具"这个词更倾向于使用 ETV。

交易所交易工具的大部分特征和行为都和交易所交易的投资公司类似。它们的成本都很低,都在股票交易所交易,并且都很灵活和透明。但是它们既不是开放式基金也不是单位投资信托。事实上,它们甚至不受《1940 法》的约束。这些准 ETF 产品有很多不同的结构,事实上它们很多都持有商品和期货合约。其中一些受主管期货和期权合约的商品交易委员会的监管,但是委员会并不要求其董事会中的独立董事人数过半。

第一个交易所交易产品——HOLDR 和 ETF 非常类似,它们都持有股票的投资组合。但是,它们都不是基金。它们是产品结构、税务解释不同的信托产品。

交易所交易债券(ETN)是一个全新的产品。它们并不实际持有资产,而是从投资银行等机构购买无抵押的债务。因此,它们与其他的产品有着完全不同的特征。它们在税收方面更有效率,与真正的 ETF 相比,跟踪错误也更少。但是,除了市场风险之外,它们还要承担发行银行所必须承担的信用风险。

两家主要的基金研究公司晨星和 Lipper,都把这些准 ETF 划入 ETF

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行列。并且大多数这类产品构造者也都把它们叫做 ETF。但是它们与 ETF 不属于同一类产品,不是真正意义上的 ETF。它们与 ETF 的关系像是表兄妹,而不是真正的兄妹。就像你和你的表兄就读于不同的学校,你们各自父母的所得税等级也不同一样,ETF 和 ETV 也是这样。目前业内并没有严格地将这两种产品加以区别。根据 Rydex 投资公司在 2007 年夏天进行的一项调查,接受调查的 500 名共同基金投资者中,有 38% 的人不知道什么是 ETF,有 53% 的人不知道 ETF 与共同基金有什么区别。

由于需要使更多的投资者了解有关 ETF 的知识,华尔街并不打算抛出更多的缩写名称来混淆视听。随着 ETF 受到越来越多专业的个人投资者的关注,华尔街的许多人士想要投入这股浪潮。因此,抛出和 ETF 类似的名称 ETP 和 ETV,会使投资者感到迷惑,摆摆手说:"算了,我只想买共同基金。"

投资者在和华尔街及其产品打交道时要始终遵循买者当心的哲学。然而我认为,华尔街没有立即区别 ETF 和 ETV 对于 ETV 来说是一种损害。当投资者意识到 ETV 并不是 ETF,尤其是没有 ETF 在税收方面的效率时,当初对是否进行区分的犹豫不决就会反过来影响 ETF 行业的发展。投资者因为虚假广告提起诉讼的可能性微乎其微,但是这种行为会对以可接受的价格为小投资者拓宽非传统资产类别的新产品产生负面的影响。与普通的 ETF 不同,商品类和货币类的 ETV 在 2004 年之后才问世。

本章将探讨在市场上的主要 ETV,说明交易所交易工具和《1940 法》下的 ETF 的差异。通常情况下,交易所交易的商品类产品和交易所交易的货币类产品在税收上与 ETF 有着巨大的差异,有时甚至这两类产品之间也有区别。很多交易所交易工具都没有 ETF 在税收方面的效率。无论如何,它们使得对商品和货币的投资更便宜也更容易把握。对大多数投资者来说,这是一个足够大的进步。这一章我们还将讨论一个投资组合该将多大比例的资产配置在这些资产类别中。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

HOLDR 诞生了

第一个交易所交易工具是控股公司存托凭证,简称 HOLDR。该产品由经纪巨头美林公司开发,与 ETF 非常类似的是它们都是灵活的股票组合产品。但是 HOLDR 不是基于《1940 法》的投资公司,而是委托人信托,是被企业用以发行资产支持证券的免税实体。

委托人信托将向公众出售的股份注册在《1933 年美国证券法》下,这一法案也称为《1933 法》或《"证券的本质"法案》。同时,它也是 1929 年股市大崩盘后第一部规范证券行业的法律。

这一法案有两个基本的目标:

1. 保证投资者全面、公正地获得证券公开发行的有关信息资料。

2. 杜绝证券发行过程中的误导、欺诈和虚假行为。

简言之,任何想要发行证券的公司都要向公众披露重要的财务信息,被交易的证券也是注册在 1934 年证券交易法案之下的,该法案也称为《1934 法》。由于有很多非常重要的与投资公司有关的证券发行事项没有涵盖在《1933 法》中,因此国会又颁布了《1940 法》。尽管如此,正如之前解释的,投资公司是一个非常特殊的实体。任何不受《1940 法》约束的投资公司的公开交易的份额都要受《1933 法》规范。

委托人信托是一个很有趣的概念,与该信托所对应的投资的所有权被直接转移给了投资者。在 ETF 和共同基金中,股东并不拥有股票,只是按照比例拥有整个投资组合的份额。但是委托人信托的股东按照一定的比例实际拥有信托集合中持有的资产。因此,持有 HOLDR 者和公司的股东一样享有权利,如投票权和直接获得分红的权利。

基金和委托人信托的区别类似于在公寓所有权方面的差异。如果以私有方式拥有公寓,那么业主实际拥有公寓的所有权并且可以随心所欲地对其进行处置。但如果在一幢共同拥有的公寓大厦里,投资者并不实际拥有一处公寓,而只是以公寓的形式拥有该大厦的一部分股权。共同所有者需要遵守整个庞大组织的规则,而私有的所有者则很少受到限制。

虽然 HOLDR 也是在交易所交易的已发行股票的组合,但它和 ETF 还是有着显著的不同。HOLDR 并不追踪金融指数。它只是持有某一行业的股票组合,且只能以 100 股或 100 股的整数倍进行买卖。它是某一

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

特定股票组合的存托凭证,因此投资组合一旦确定下来就不会再改变。因为它不能在原始的组合中增加新的公司,所以发生合并或者清算的公司并不会被替代,相应的投资组合也会越来越小。1999 年至 2001 年间,多个基于含有 20 只股票左右的组合的 HOLDR 产生了。它和集中于单一行业和地区的部门基金非常类似。HOLDR 也有点像一台时光机,因为只能抓住它成立那一年相关行业中最重要的公司,却没有办法做到与时俱进。如果组合中大部分公司都不复存在,不能吸收新公司的 HOLDR 就会非常集中地持有几个公司的股票。例如,B2B 网络 HOLDR 中就只有两只股票了,其中一只在组合中的份额超过了 86%。

买进 HOLDR 最大的好处就在于通过一次交易、支付一次手续费就能投资于某一行业的很多只股票,而且费用比率还相当低。当你把股份卖给信托时,并不会收到现金,而是对应股票的所有权。因此,出售 HOLDR 股份并不会产生资本利得。

缺点是,为了得到现金你必须分别出售从 HOLDR 得到的股票。这时投资者才会得到资本利得,同时也会产生大量的手续费。尽管有一些 HOLDR 产品管理的资产超过 10 亿美元,但大多数的资产规模都小于 1 000 万美元。

HOLDR 没有费用比率,或任何比例的管理费用。它们每年对一手即 100 股收取 8 美元的托管费。如果一个 HOLDR 产品平均每股价格为 100 美元,那么一手的价值就是 10 000 美元。在这种情况下,托管费与标准普尔存托凭证收取的费率相同,为 0.08%。股价越高,费用比例越小,反之亦然。

总而言之,投资者没有什么理由持有 HOLDR。它们并不十分受欢迎,流动性也不高。ETF 在税收方面更有效率,并且它的投资组合也更能动态地代表所涵盖的行业。下面是一个有代表性的 HOLDR 清单:

生物技术(代码:BBH)

宽带(代码:BDH)

B2B 网络(代码:BHH)

欧洲 2001(代码:EKH)

因特网(代码:HHH)

网络体系(代码:IAH)

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

网络基础(代码:IIH)
市场 2000 +(代码:MKH)
加油站(代码:OIH)
制药业(代码:PPH)
区域银行(代码:RKH)
零售(代码:RTH)
半导体(代码:SMH)
软件(代码:SWH)
电信(代码:TTH)
公共事业(代码:UTH)
无线(代码:WMH)

交易所交易债券

交易所交易工具是一个通用的包罗万象的词语,它可以用来形容任何不属于《1940 法》规范范畴的准 ETF 产品,但是交易所交易债券却是一类特定的结构化的产品。交易所交易债券既不是第一个 ETV(第一个是 HOLDR),也不是最早追踪商品和货币的产品。尽管如此,由于 ETN 的结构既适合商品也适合货币,相关内容会在这一章的后面作详细的介绍,首先解释 ETN 的内容是十分必要的,这样会更容易进行比较。

2006 年巴克莱银行开发了 ETN,开发该产品的目的就是使得个人投资者能够容易地投资于难以涉足的资产类别。巴克莱银行的附属机构巴克莱全球投资者,经营着最大的 ETF 系列产品 iShares。为了对产品进行区分,ETN 系列产品被命名为 iPaths。巴克莱全球投资者曾在发布 iShares 品牌时,包含了商品类的产品,但任何不包括股票和债券的产品都失去了 ETF 在税收方面的优势,尤其是商品和货币。并且新兴市场的股票价差也比较大,不能为大量购买提供足够的流动性。

巴克莱创造 ETN 的目的是能便利地投资于难以涉足的投资产品,并获得最大的收益。它通过以下手段实现这一目标:首先,它消除了持有商品、货币和期货的成本;其次,它加强了税收结构从而使其成为交易所交易的产品中最具有税收效率的一种。

与 ETF 类似,ETN 也在交易所交易,并跟踪某一基准指数。如果指

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数下跌,ETN 的价值也会下跌。但它们的相似之处也仅止于此。有趣的是,ETN 并不真正持有它们所跟踪的对象。ETN 不持有股票、债券,甚至不持有任何期货合约。

与 ETF 不同,ETN 是由投资银行发行的更高级的、无担保的债务,原则上不受保护也没有抵押品支持。

美国注册会计师协会的出版物这样形容,远期预付合约是一个结构化的投资工具,它实质上是 ETN 的发行人在前期接受现金支付,然后向投资者出售股份。ETN 的提供者把一部分损失的风险和收益的机会转移给投资者。投资银行向机构投资者提供类似远期预付合约的结构化金融工具和债券的做法已经由来已久。

ETF 结构又一次打破了传统,为个人投资者提供了一个古老的投资工具,同时实现了更低的费用和更高的流动性。

ETF 与 ETN 最重要的区别就在于 ETN 并不真正持有任何资产,而 ETF 以实际的价值持有资产。每个 ETF 的投资组合都持有公司对应的股份,当 ETF 股份被赎回时价值就是持有的股票在当日的价值总和。当然,ETF 也可以通过出售股票变现从而获得现金。

ETN 的投资者并不实际持有由股票构成的投资组合。在本质上它就是由投资银行保证的,对指数走向进行的对赌行为。银行承诺在到期时支付指数的全部价值,当然要减掉管理费。这就意味着如果发行人破产投资者将不会获得任何现金支付,投资者将被暴露于信用风险之中。

现在共有四个 ETN 的发行者。其中三个是投资银行——隶属于英国巴克莱集团的巴克莱银行、贝尔斯登和高盛。第四个是一个叫做 Elements ETN的财团。德意志银行和瑞典出口银行在 Elements 旗下发行产品,美林和纽文投资公司分销这些产品。所有的这些公司在发行 ETN 时都被认为信用状况良好。然而,近年来关于他们信用状况的质疑却在不断升级。

这种风险是不容忽视的。2008 年 3 月,席卷金融市场的信贷危机开始波及贝尔斯登,接下来的流动性危机更使得这家投资银行面临崩溃。由于担心对美国整个金融市场产生灾难性的影响,美国联邦储备银行迅速启动了救助计划,在该计划中贝尔斯登的竞争对手 J. P. 摩根同意以每股两美元的价格对其进行收购。目前,此举对于贝尔斯登 ETN 的影响还

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是未知的,但是从中我们可以得出这样的教训,如果发行银行破产,ETN的投资者有可能会血本无归。投资者需要进行更多的调查以保证ETN的发行者没有流动性方面的问题。

那么,为什么还要承担无抵押债务的风险呢,仅仅是因为投资者对于银行不会破产或者银行不会不支付本金有信心吗?

答案是因为利益是十分可观的:

- 没有追踪误差
- 税收方面更有效率

从理论上讲,ETF应该能够提供其追踪的指数减去费用支出的精确回报率。但有时候,ETF与指数之间的差异比费用支出比率更高。投资组合的收益率与指数之间的额外差异叫做追踪误差。

追踪误差是持有期货合约的商品池的一个大问题。期货的展期可能会导致ETV的收益与追踪的指数或商品有显著的差异。但是追踪误差同样影响ETF。当ETF不能持有基准指数的全部成分股时,这种情况有可能是因为数量太多会产生巨大的交易费用,或者由于成分股流动性不足需要支付较大的差价。总而言之,追踪误差会导致投资组合和指数之间的不一致,这种不同可能是相当显著的。

然而,ETN的发行者承诺在任何情况下都支付指数的全部价值减去费用比率,这就完全消除了额外的追踪误差。为了实现这一点,发行者利用期货、期权、股票互换和其他的工具来模拟指数的收益。如果发行银行的策略不能与指数相匹配,它就必须要支付剩余的收益。当然,银行也可以从这些其他的工具中多赚钱,只要这些工具的收益超过ETN投资者的收益。

据摩根斯坦利报告,2005至2006年间,美国ETF的追踪误差从0.18%上升到了0.29%。

由追踪失误产生的收益和损失可以加总求和。然而,投资者必须将其与支出费率进行抵消。因为ETN准确地承担了指数的风险,因而它们的平均收费比ETF更高。所有的Elements ETN的费率为0.75%,iPath ETN的费率在0.4%到0.89%之间,平均在0.75%左右。

2007年7月,贝尔斯登推出了第一支ETN——BearLinx Alerian MLP Select Index(代码:BSR)。这个ETN产品追踪的是与能源有关的有限合

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伙制企业,并收取0.85%的费用。高盛在2007年8月推出了它的第一只ETN产品,高盛的加强商品总收益策略指数ETN(GSC)收取的费用比率高达1.25%。对个人投资者来说,高盛的ETN产品并没有什么吸引力,即便是对激进的风险偏好型的投资者也是一样。因为它跟踪的是一个难以理解的神秘指数并且费用比例在整个ETF行业是最高的。

更强的税收效率

购买ETN一个更好的理由是它在ETF领域是最有税收效率的工具。iPaths是绝对如此,其他的ETN工具由于太新,目前还无法作出评价。

在税收方面,ETN不仅比持有商品的ETV有效率,而且也比ETF有效率。与ETF不同,iPath ETN不会产生股息和资本利得,这一点是十分重要的。即使是普通的ETF,每个季度都会产生股利,这些股利会被看做正常的收入,所以需要按年缴税。

由于ETN并不持有任何证券组合,在它30年的存续期内不会给投资者带来任何的红利。然而,ETN承诺支付追踪指数的全部收益。因此,假设指数中所有的股利和分红都进行了再投资的情况下,指数的全部收益被认为是实际业绩最准确的度量。由于ETN股份的价值是指数的实际收益,股息的价值已经被纳入该指数的回报。

由于ETN的股息进行了再投资,股东在卖出股份之前不需要缴税,在卖出的时候也是按照长期资本利得缴税的。如果持有股份超过一年,只需要就整个投资支付较低的长期资本利得税即可,即15%。

通过逃避税收来显著地增加收益的能力就像华尔街变的魔术一样。与ETF相比,ETN的一个缺点是,ETF的投资者能够立即得到可动用的股息,而ETN的投资者却必须等到卖出股份才可以。

这也是ETN和商品类ETV相比的一个很重大的优势。商品类ETV是典型的持有期货和有利息的抵押品的商品池。期货到期时,投资者必须将它们卖出,产生的资本利得或资本损失都会按年支付给投资者从而产生相应的税金。这和共同基金的资本利得很相似。即使持有商品的时间超过一年,和长期资本利得相比它们还是需要支付一个较高的税率。

这里有两点需要作出警示:

1. 与iPath不同,BearLinx Alerian MLP Select Index ETN会产生收入,投资者必须按年缴税。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 税收效率也不是一成不变的。

美国国税局目前还没有对 ETN 产品的税收结构作出最终的裁定。但是国税局对于那些能帮助投资者逃税的产品并不感兴趣,因此 ETN 在 ETF 领域作为最有税收效率的产品的命运还是不确定的。2007 年 12 月,美国国税局就跟踪货币的 ETN 产品作出了一项裁决。意料之中的是,这个裁定对投资者是不利的。相关的内容会在货币部分作详尽的介绍。

由于相关的税收问题超出了本书的讨论范围,因此,这一点还需要你和你的税收顾问对 ETN 的最新税收特征进行探讨。

基于商品的 ETV

商品是原材料,企业利用它来生产其他的产品。这些原材料大部分是自然资源,就像制造珠宝的黄金、提炼汽油的原油,或者是农产品,如生产面包的小麦、烹饪培根的猪肚肉,或者在当地超市买到的罐装浓缩橘子汁。

商品是可以替代的,这就意味着它们是没有品牌的、可以移动的,并且彼此之间没有差异。既然无论从哪里、从谁手里都可以得到同样品质的商品,那么重要的就是价格了。对大多数人来说,标准普尔 500 指数基金就是商品。因为它们都会产生和指数一样的收益,那么更低的费用比率或者说是价格,就成为投资者选择的决定性因素。

公司使用商品,如花生、牛奶或者鸡蛋在独创的配方里生产独特品牌的商品。一个很好的例子就是番茄酱。西红柿是商品,并且一般来说质量没有什么差别。因此,如果价格合适,生产者愿意从任何人手中购买西红柿。尽管如此,如果这些西红柿变成了 Heinz、Del Monte 或者 Hunts 的番茄酱,消费者就会愿意为他们认为更好的味道支付一个更高的价格。

当企业需要更多的原材料时,他们可以到现货市场中去买,就像你到超市去购买明天晚餐的原料一样。或者他们也可以参与到期货市场中,从而保证在未来可以以一个确定的价格得到商品的供应。本章的稍后部分会对这些内容进行探讨。

黄金投资工具

第一只以商品为基础的 ETV 是 streetTracks Gold Shares(代码:GLD),由世界黄金协会(World Gold Council)发起,由道富环球金融资产

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有限公司(State Street Global Advisors)(SPDR 的受托人)负责推销,于2004 年 11 月 18 日在纽约股票交易所发行。这个 ETV 的每份份额都代表一盎司黄金的 1/10,黄金由伦敦黄金市场协会(London Bullion Market Association,LBMA)定价,该协会是英国黄金企业的交易协会组织。第二只黄金基金 iShares Comex Gold Trust(代码:IAU)于 2005 年 1 月 25 日在美国股票交易所上市,它跟踪纽约商品交易所的黄金价格。

对于 ETF 行业来说,这两只基金是一个巨大的突破。因为它们都不持有股票或者债券,也不跟踪指数,而是持有上百吨实实在在的金砖。

在黄金 ETV 出现以前,对于散户投资者来说,购买黄金是很困难的。虽然他们可以选择购买金币或金块,但这些产品的经纪人收取的佣金却很高。因为金币或金块都是实物商品,所以投资者需要支付储藏和保险费用。如果投资者不想持有实物,他就会投资于期货或期权市场。

因为持有黄金的过程十分烦琐,佣金又较为昂贵,于是很多投资者用持有黄金开采企业的股票作为对持有黄金的一种替代。通过在股票市场上进行交易,投资者可以很容易地获得这些投资品,同时保持了很强的流动性。但是,黄金企业的股票也有其自身的问题。因为你首先要买入公司股票,这样你就会面临双重风险,即黄金市场风险和股票市场的风险。

所有影响股票的问题都可能使你的投资出现问题,甚至在黄金价格上升的时候也存在此类问题。任何影响整个股票市场的问题也都会影响到黄金类股票。公司的基本面表现,如利润、收益、成本上升和管理不善也会使股票走低。另外,因为黄金是开采的,而不是工厂制造的,所以矿井坍塌、矿源枯竭、矿工死亡的不利消息等因素都应该作为风险因素考虑在内。除此之外,很多的黄金挖掘企业都不在美国境内,国外的政治冲突可能造成黄金股票下跌,同时造成贵金属价格的上升。

黄金 ETV 改变了这种局面。因为 ETV 份额可以在股票交易所上市,普通投资者如今可以采用简便的方法拥有贵金属,而不用开立期货账户或在金库中储藏金条。ETV 的结构使投资者可以按现货价格购买黄金,而且佣金很少。

与 ETF 相似,ETV 的目的是获得基础资产的收益(在这里面是黄金)减去费用。我们很难将股票基金与商品投资工具进行比较,因为两者资产的运作方式是不同的。例如,黄金需要被储藏在某地,而股票和债券却

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不需要,它们只存在于电脑中。尽管像其他黄金购买者一样,黄金份额的持有者不需要为黄金担心,但这两只 ETV 都需要支付黄金的储藏和保险的费用。费用可能是昂贵的,基金可能不得不低价出售黄金来支付费用。这两种基金的费率都是 0.4%,用黄金支付。这些 ETV 刚出现时,人们认为 0.4% 的费率是非常高的,但在之后的日子里,这一费率逐渐成了 ETV 收取的平均费率。

黄金 ETV 不是按照《1940 法》注册的,也不是按照《商品交易法》(CEA)注册的。因此,黄金 ETV 既不是投资公司也不是持有并交易期货合约的商品池,其持有者不能得到这两种法律的相关保护。与 HOLDR 一样,黄金 ETV 是按照委托人信托的结构来构造的,股东要像他们真的持有基础黄金一样纳税,就像在当前法律下出售的金币一样。持有金块超过一年的收益需要与出售收藏品一样进行纳税,最高适用税率为 28%,而其他大部分长期投资的适用税率为 15%。ETV 是由经授权的参与者收集合适的基础资产并将它们换成 ETV 份额的创设单位。股票基金的经授权参与者必须是保管人信托公司的成员,黄金份额的授权参与者必须在属于 LBMA 会员的保管人银行开立账户。显然,经授权的参与者是黄金市场上的大玩家,但是他们也需要能够将 ETV 份额拿到股票市场上交易。本质上,黄金信托是通过经纪人账户出售的证券的发行人,这些证券与其他股票一样在股票交易所进行交易。

“经授权的投资者必须是黄金市场的参与者”,Katten Muchin Rosenman的律师凯思林·莫里亚蒂(Kathleen Moriarty)这样说道。自从从事 SPDR 的工作后,他帮助创立了几种交易所交易工具,“你必须表明你的身份,但你并不需要拿着金条出现在英格兰银行。你必须在一个黄金保管人那里有一个黄金账户,保管人将把你的金条放在你的保险箱而不是别人的”。

与 ETF 一样,保管人持有资产,并将它们转入或转出 ETV。与单位投资信托一样,这里没有基金管理者,只有受托人。受托人是持有者的受托人,他们有责任保证 ETV 一切正常运作,并保证保管人不会带着基金资产跑掉。

为什么要追逐黄金呢

黄金的诱惑在于它被认为是通货膨胀时期的保值工具,黄金被认为

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能够保持其价值不下降,这意味着它可以成为抵御通货膨胀的屏障。

纸币总是存在通货膨胀的风险。通货膨胀是指商品和服务的价格持续上涨,是对供给、需求和流动性变化的反应。拿玉米来说,食品生产者使用玉米制造玉米糖浆,你可以直接食用玉米,畜牧场主用玉米喂养牲畜,生物燃料制造者用玉米制造乙醇。如果没有足够的玉米来满足所有的消费者,玉米的价格就会上升,因此,制造这些含糖产品和喂养牲畜的成本就会上升,然后牛排、汉堡和多种加工食物的价格也会上升,从而提高你的生活成本。

上升的价格侵蚀了我们的购买力。如果 1 磅汉堡去年卖 2 美元,而今年卖 3 美元,你就损失了 1/3 的购买力。美元的价值下降了,同样的 2 美元只能买到原来数量 2/3 的商品。如果同样重量的黄金仍能买到同样数量的汉堡,那么人们肯定会购买黄金来确保他们的货币能够保值。

当货币像水一样流动时,整个系统是具有流动性的。当人们想要保护他们的货币或者害怕没有足够的货币来支付账单时,他们就会将货币贮藏起来从而减少消费。将货币从经济中抽出会使货币供给紧缩,从而造成流动性不足。如果人们消费减少了,企业销售也会下降,从而增长停滞。如果企业销售下降,工人就会被解雇,失业率就会上升。这只是初步的思考结论,但是当这两个过程都发生时,通常会带来经济萧条,而这是经济萎缩的两个连续的阶段。

简而言之,在存在巨大不确定的时期,人们就会购买黄金。通货膨胀和通货紧缩只是不确定的原因。在发生政治危机时,一国纸币可能经历严重的币值下降,而在战争和侵略时期,纸币甚至可能会变得毫无价值。2001 年世界贸易组织大楼被撞毁以后,美国的安全变成一个大问题,突出表现在伊拉克战争和阿富汗战争上。另一个例子是有迹象表明伊朗在制造核武器。这些都给经济造成了极大的不确定性,一旦不可想象的事情发生,也就只有贵金属才能保证它们的价值了。

黄金最近一次大幅上涨发生在 20 世纪 70 年代的滞胀末期,那是一个失业和通货膨胀泛滥的时期。1980 年 1 月 21 日,1 盎司黄金的价格破纪录地达到日间 875 美元的高位,收盘价也高达 825 美元。在里根政府控制了螺旋上升的通货膨胀率后,黄金开始了连续 20 年的走低,1999 年 7 月达到最低点 252.80 美元,根据 LBMA 的记载,当时正是股票市场科

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技股泡沫的顶峰。

经历了小幅的反弹后,2001 年 4 月黄金的交易价格为 255.95 美元 。从 2001 年起,美元一直在下跌。因为黄金被看做是投资的避风港,随着美元价值的下跌,人们就开始追逐黄金,造成了黄金的价格猛升。2007 年年底,黄金的价格超过 2001 年价格的 3 倍,接近了 1980 年的高位。2008 年年初,黄金价格突破了 1 000 美元。

反过来说,黄金 ETV 的发行也进一步推动了黄金需求的上升。为了能够在产品上市时获得可以出售的份额,经授权的参与者需要在发行之前收集黄金,并将其换为这两种 ETV 一定数量的创设单位。黄金市场参与者认识到了这一点,因而也购买黄金,希望在上升的价格中获利。经历了 6 个月的上涨,到 2004 年 11 月 StreetTracks Gold Trust 发行时,黄金的价格上涨了 19%。但是就在信托发行的几周内,需求便枯竭了。黄金价格很快下降了 9%,交易量萎缩。经历了 9 个月的时间,黄金又重新达到早先 456 美元的价格。伴随着 2005 年年末到 2007 年黄金价格的翻倍,黄金份额的发行最终满足了零售投资者很多被压抑了的黄金需求。

根据 LBMA 的数据,2006 年,1 盎司黄金的价格上涨了 24%,2007 年上涨了 32%。随着黄金在六年内上涨了 227%,这种容易的赚钱方式已经不存在了。尽管持有黄金可能还是收益较高,但是投资者需要小心并且要意识到黄金的价格已经超过了其作为贵金属的价值水平。

远离白银

黄金 ETV 的巨大成功,使人们自然而然地联想到了白银 ETV。因为白银同样也是一种作为货币用了几千年的贵金属。

2006 年 4 月,iShares 白银信托(the iShares Silver Trust,代码:SLV)在美国股票交易所首次登台。与黄金 ETV 相似,白银 ETV 也是在金库中持有白银的委托人信托。但黄金 ETV 等于 1 盎司黄金价格的 1/10,而白银份额等于 10 盎司白银的价格,白银 ETV 的费率是 0.5%。

白银是一种比黄金波动性更大的商品。白银与股票和债券几乎没有相关性,但与黄金价格有 0.66 的相关性。

在 20 世纪开始的 70 年的大部分时间里,白银的交易价格低于 2 美元。在 20 世纪 70 年代经济危机时期,由于石油大亨纳尔逊·邦克·亨特(Nelson Bunker Hunt)和赫伯特·亨特(Herbert Hunt)兄弟俩的买入,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

白银的价格一度在5美元上下波动。1980年,他们试图通过囤积白银使其价格上涨到每盎司50美元。当交易者们意识到亨特家族几乎拥有了整个白银市场1/3数量的白银时,他们开始卖出白银并做空石油期货。1980年3月27日是著名的"白银星期四",就在这一天,白银的价格骤跌了50%。亨特家族因此几乎损失了他们的石油业务。

从1980年到2004年期间,白银的价格在每盎司4美元到6美元之间徘徊。根据伦敦金银市场协会(London Bullion Market Association,LMBA)的数据,2006年年初,白银价格上涨到9美元左右。与黄金份额很相似,白银信托的创立为白银带来了巨大的需求。因此,交易者和投机者通过购买白银来获利,从而造成了白银价格的迅速上涨。

为了发行150 000份份额,信托的发起人巴克莱国际投资者需要存有150万盎司的白银。授权参与者在发行前建立白银库存的过程大量削减了市场上的白银供给。根据LBMA的统计,到2006年4月28日实际发行的时候,白银的价格已经达到了12.55美元,上涨了42%。在只交易了3天以后,iShares Silver Trust就持有了320万盎司的白银。

根据LMBA的数据,两星期后白银涨到了25年来的价格最高点——14.95美元。好日子并没有持续多久,很快白银的需求就开始下降,在接下来的15个月,白银的价格下跌了22%,白银份额的投资者因此遭受了损失。

ETV因持有真实的商品而必须支付储藏成本,不想投资ETV的人可以选择在期货市场上投资黄金和白银。2007年,PowerShares和德意志银行联合发行了单纯投资黄金和白银市场的产品,是跟踪期货合约指数的ETV。PowerShares DB Gold(代码:DGL)是一个跟踪黄金期货指数的单一投资。还有跟踪白银期货指数的单一投资产品PowerShares DB Silver Fund(代码:DBS)。

白银和黄金的展望

很明显,在过去六年中价格上涨了两倍以后,投资贵金属就可以轻松获利的时代一去不复返了。投资者不应该对这种获利方式还存在幻想,而且在购买黄金ETV和白银ETV时应该谨慎。

然而,我们仍然有充足的理由相信贵金属在不远的将来会继续上涨。美元的贬值就是一个重要的原因。中国、印度和其他亚洲国家经济的飞

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

速增长增加了对白银和黄金的需求。白银比黄金有更多的工业用途,珠宝首饰、摄影、牙科技术、医疗设备和电子产业都要用到白银。

需求上升的同时,供给却很紧缺。当20世纪90年代这两种金属连续多年低价成交时,挖掘企业减少了对其开采的投资。因此,尽管亚洲的需求在上升,却没有足够的供给来满足,这就是为什么贵金属价格将会继续上涨的主要原因。然而,美元的升值会使贵金属的价格下跌,供给的增加也会使贵金属的价格下跌,这要靠挖掘企业将更多的产品投入市场来实现。最终,供给将会与需求相等,价格就会停止上升。

因为商品不与股票一起波动,因此,会为投资组合拥有分散化的优势。现在,很多投资组合管理者建议投资者将其全部资产的5%~20%投资于商品。要知道对于你全部的商品投资组合来说,20%已经是一个相当高的比例了。

石油ETV并没有那么好

像黄金一样,石油价格在2001年开始了持续数年的回升。在21世纪的最初十年,石油行情一直处于疯狂的牛市之中。1998年12月10日,美国基准原油西得克萨斯中质原油,即得克萨斯轻质低硫原油的价格降至最低的每桶10.82美元。到2007年年末,价格已经高达96美元。

过去的十年石油价格为何会大幅上涨?更大排量的轿车和运动型汽车增加了美国对石油的需求。同时,国内的炼油厂正在最大负荷地运转,而且在未来十年几乎没有任何新的炼油厂预期会建设投产。因此,即使炼油厂需要的原油供给充足,炼油厂的产出供给也很有限。

与黄金和白银一样,中国和印度十年来惊人的经济增长也增加了对石油的需求。事实上,很多其他亚洲国家的经济也正在经历快速的增长,从而也增加了对石油的总需求。

除此之外,国际形势不稳定的问题仍然存在。伊拉克战争没有增加中东地区稳定的石油供给,但是美国军队的需求却增加了石油的总需求。同时,伊拉克这个仅次于沙特阿拉伯的世界第二大石油生产国因为坚持铀浓缩计划而与美国和联合国为敌,已经不能正常地提供市场供给。另外,石油输出国组织(OPEC)第三大石油生产国委内瑞拉在国际舞台上也一直采取好战的态度。总的来说,以上这些都为较高的石油价格创造了条件。事实上,不稳定的政治形势会带来对商品供给影响的不确定性,从

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而使很多商品价格上涨。

2006 年 4 月,当时的石油价格在 68 美元左右,一个以前与华尔街没有什么联系的新公司 Victoria Bay 资产管理公司进入了 ETF 行业。它发行了美国石油基金(United States Oil Fund,USO),这是第一个跟踪石油价格的交易所交易工具,其费率为 0.5%。

与贵金属 ETV 相似,美国石油基金是针对石油市场的单纯投资。而与贵金属 ETV 最大的不同是美国石油基金不持有实物商品,它通过期货合约跟踪石油的价格。美国石油基金是按照有限合伙构造的,被称为商品池。商品池与共同基金类似,都是将许多投资者的钱集中起来购买投资组合,通常是投资期货合约。因为商品池交易商品期货,所以它需要在美国期货协会(National Futures Association)注册并且同意接受商品期货交易委员会(Commodity Futures Trading Commission,CFTC)的监管。另外,因为 ETV 出售在交易所交易的证券,并且公开发行,所以它也需要按照《1933 法》进行注册并且接受证券交易委员会的监管。

与股票不同的是,期货是不能转让的。期货的持有者不能将其转让与其他投资者,因此,商品池的创立单位不像 ETF 那样是以物换物的交易。授权参与者向商品池支付现金来获得等值的 ETV 份额。与 ETF 不同的是,商品池 ETV 必须进入市场购买自己的期货合约,这增加了在传统 ETF 中不会发生的佣金或交易成本。最近,纽约商品交易所规定,尽管授权参与者不能向商品池"转移"基础期货,他们可以在目标价位将期货卖给商品池。

期货和期权是一对兄弟,它们都属于衍生产品,这是因为它们不是真的持有投资。期货是在未来的某个特定日期按照事先协议的价格买入或者卖出一种商品的义务。而期权给予投资者一种在未来的某个特定日期按照特定的价格买入或者卖出商品的权利,而非义务。

因为不实际拥有资产,期货是对商品价格可能变动方向的预测。期货市场由两种特殊的参与者组成:套期保值者和投机者。

期货是合约,与之相联系的是交易者认为一种商品将会在几周或几个月后交易。套期保值者是使用期货来减少风险的商人和公司。最开始,期货合约保证了出售者将会在未来的某个时间交割一定的商品,作为回报,它锁定了当交割发生时其可以得到的价格。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

农夫出售期货来为他们的小麦、玉米、橙汁或牲畜锁定价格，从而保护价格不会因供给过度而下降。而作为食品加工者来说，这些商品是原材料，他们害怕在未来需要它们时价格升高，因而购买期货来保证未来支付的价格，从而锁定成本。例如，炼油厂可以从石油公司购买一份期货来保证原油按照每桶90美元的价格出售，如果现货价格上涨到每桶110美元，炼油厂得到的价格是被保护的而不必支付上涨的部分。

尽管很多企业使用期货和期权来消除未预期到的价格变化，但期货和期权市场上仍然存在着大量的投机者，他们不想交割真实的产品，只是试图在价格的变动中获利。大部分期货合约期限在1年以内，一般期限有1个月、2个月等。

期货可以提供这种保护是因为它可以提供杠杆。杠杆，用金融术语来说就是指用一小笔钱来进行价值大得多的投资，如人们可以利用杠杆方式来购买汽车和房子。一般来说，期货合约的成本只是现货价格的10%。杠杆能使期货的小幅变动带来实际合约价值的大幅变动，从而带来巨大的收益或者损失。期货和期权交易都是勇敢者的游戏。交易期货或期权要开立期货或期权账户，实际的交易要比股票交易复杂得多。像黄金一样，很多想要投资石油的人们通过购买石油公司股票来避免购买石油的程序。Energy Select Sector SPDR（代码：XLE）就是为使用这种策略的人设计得很好的ETF。但是，通过购买股票来替代购买商品使投资者要面临一些与原油价格并非直接相关的因素。公司的内部运作情况和股票市场的剧烈波动可能会导致即使在商品价格上升的时候，投资价值也会下降。

美国石油基金（United States Oil Fund，USO）的净资产价值是由其持有的投资组合表现来决定的，其投资组合是一篮子轻质低硫原油期货合约和其他在纽约商品交易所交易的石油相关证券。购买期货合约的一个巨大好处是可以避免交割比黄金白银更加令人头疼的石油的问题，从而可以避免运输、储藏和经授权参与者的保险成本。这些成本都已经含在合约的定价中了。

但是，投资者需要明白的是美国石油基金不是跟踪石油的现货价格（现货价格是指当天投资者的购买价格）。美国石油基金每股的价格与一桶原油的价格不等，它是由最近月份及下个月的期货合约价格的预期

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

走势所决定的。下个月的期货合约通常最接近现货价格。但是,引起价格上升的任何因素都会使得同一种商品的期货价格比现货价格高出很多,这就给基金带来了麻烦。很多投资者不明白这一点,所以当美国石油基金的价格和原油现货价格的走势不一致时,他们就感到非常沮丧。事实上,原油现货价格和美国石油基金价格之间的差异是很大的。

你要注意了,比较投资期货的 ETV 与投资股权的 ETF 就像拿苹果和橘子比,假设持续投资股权,投资者只需要购买股票然后持有。但是期货有到期日,投资者需要在未来对期货合约进行滚动调整。在持续投资中,基金需要卖出或替换到期合约,并买入另一份合约。期货的收益来源于现货价格的变化。

"期货合约在未来既定的到期月份的 20 日前后进行交割。为了避免实际交割——一般的投资者并不是真的想得到一桶桶在路边卸下来的原油——交易者在期货合约到期之前通过卖掉合约来完成交易。每一个交易者也都因此额外增加了交易成本。"

根据美国石油基金的投资组合管理者约翰·海兰(John Hyland)的情况来看,每年的交易费用可以高达资产的 0.15%,另外管理费年费率为 0.5%,这样,总费率就可达到每年 0.65%,高于平均的费率水平。

投资期货需要在每个月替换合约、平仓和购买新的合约,即产生了所谓的"滚动(roll)"。通常情况下,下个月交割的期货合约、到期的期货合约和交割期更远的期货合约的成交价格是有差别的。

对于交割期远的期货合约的价格高于或低于交割期近的期货合约的价格的情况,人们习惯用不同的词语来描述。以 5 月份的原油合约为例,如果 6 月份到期的期货合约价格低于 5 月份到期的期货合约,被称为"贴水(backwardation)";相反,如果 6 月份到期的期货合约价格高于 5 月份到期的期货合约,则被称为"升水(contango)"。

事实上,引起这种价格差异的主要原因是需求的变化。当发生贴水时,近期供给紧缩,人们近期对商品的需求大于未来对它的需求,由于所有人都想在近期得到石油,所以近期的石油价格就要比未来的石油价格高;当发生升水时,近期的供给充足,但未来的供给不确定,因此,对未来的石油需求要大于对近期的石油需求。严重的升水可能是市场供给过剩的信号,造成当前市场价格较低。另外,交割期较远的期货价格较高也反

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

映了石油储藏的成本。

因此,除了石油价格的实际变动,升水或贴水也会对期货合约的价格产生影响,从而对美国石油基金的收益率产生不可忽略的影响。

例如,如果5月份期货合约的售价为每桶68.98美元,6月份期货合约的售价为每桶70.35美元,这就产生了1.37美元的升水。1份期货合约的价格为1桶石油的价格乘以1 000,美国石油基金的初始投资额为1亿美元,因此,可以持有1 450份5月份的期货合约。但是同样的金额只可以购买1 420份6月份的期货合约,要想获得同样的总收益率,合约数越少就需要每份期货合约获利更多。升水会抵消部分收益,因此,即使石油的价格上升,升水也可能会造成资产池的损失,这种风险是存在的。

然而这并不是内在的结构缺陷,投资者需要非常清楚他们投资的产品,以及该产品与其他石油ETV相比较如何。按照美国证券交易委员会关于美国石油基金的10-K档案记录,2006年,ETV的价格下降了23%,而石油的现货价格下降了11.2%。

当然,在贴水发生时,情况刚好相反。如果交割期较远的期货合约价格比交割期较近的期货合约便宜,等量的资金将可以购买更多的交割期较远的期货合约,这就有可能获得更大的潜在收益。

ETV的奇怪之处在于:尽管它们是跟踪期货合约的,但实际上并没有在购买合约上投入大量资金。期货投资者并不需要对购买合约支付全部金额,持有期货合约只需要向经纪人支付大约8%左右的保证金。美国石油基金将剩余的资金用来购买美国国库券和货币工具,如货币市场基金。美国石油基金希望这些额外投资的收益将会弥补较高的费用和升水产生的风险。由于美国石油基金购买的期货合约总金额没有超过其资金量,所以该工具是平衡型的,而不是杠杆型的。

税负

美国石油基金将大部分资金投资于90天国库券来赚取利率收益,但与ETF或共同基金不同的是,这些收益并不分给股东,而是重新投入资产池。但投资者仍然需要对此纳税,税率按照他们的一般收入等级来计算。

期货也会产生许多税费。因为期货需要按月进行平仓,其每个月产生的资本利得或损失取决于市场的变动。另外,资产池需要在年底对未

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平仓的合约按市价进行评估。这意味着所有未平仓的合约尽管没有被卖掉,也将被认为是在年底的最后一天卖出的。

基金中所有商品的收益需要与一般期货合约同样缴税,无论将资产持有了多久。假设我们在对一年的资本利得的缴税中,60% 的资本利得要按长期收益纳税,税率为 15%,40% 的资本利得按短期收益纳税,税率为 35%。因为基金是按照有限合伙制建立的,所以 ETV 的任何资本损失都可以被投资者用来抵消个人的资本收益。这是一个共同基金所不具备的优势,即可以用基金的资本损失抵消内部资本利得。

有关合伙企业报税的内容在名为 K - 1 计划的完整但冗长的表格中。如果投资者想知道应该如何操作,就需要寻求会计师的建议了。

智能的商品 ETV

美国石油基金是由对商品没有什么经验的人创造的。在交易所交易工具发行以后,石油很快出现了升水的情况。这将资金吸引出了商品池,ETV 迅速从其期望跟踪的原油现货价格中转移注意力。

德意志银行发现了可以消除美国石油基金一些问题的方法。他与 PowerShares 公司一起发行了 PowerShares 德银石油基金(PowerShares DB Oil Fund,代码:DBO)。与美国石油基金一样,德银石油基金也是以西德州中级原油期货合约作为唯一的投资资产。但并不是通过下个月的期货合约价格来跟踪现货价格的,而是以智能指数为基础,该指数与 PowerShares 在股票上所使用的很相似。这种将定量的方法用于其中的策略预期能够增加收益。

与美国石油基金的简单购买下个月到期的期货不同,德银石油基金的指数考察未来 13 个月的期货价格,并计算出一个内含的收益率。这就回答了是否应该在这个特定的月份卖出期货及收益怎么样的问题,从而选择最好的合约持有。在全年中市场出现升水的时候,基金选择升水最少的期货。当然投资者通常都无法明确地知道 ETV 持有哪些期货。指数可以反映出你何时是处于升水市场中的,这时你最好是远离交易,这样才可以减少对收益的吞噬。但是在贴水发生时,投资者需要持续进行每个月的展期替换。

与美国石油基金相同,经授权的参与者将资金交给 ETV 来创立基金单位。ETV 必须自己将资金投资于期货。因为只有很少一部分资金投资

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于期货,剩下的投资于国库券来赚取利息。PowerShare 商品指数 ETV 与美国石油基金缴税的情况相同。基金所有的商品收益都与普通期货合约同样纳税,其中 60% 属于长期收益,40% 属于短期收益,利息按照普通收入缴税。

投资石油是分散投资组合的很好方式,因为石油价格的上升通常会引起经济的下滑。经济增速放缓会影响企业的收入,从而使公司股票下跌。理论上讲,美国石油基金是非常好的选择。由于一直以来,美国石油基金也都在强调这些问题,因而 ETV 已经变成想要跟踪石油价格的投资者最好的一种投资产品。但实际上,它并没能实现投资者跟踪石油现货价格的期望,也没能实现基金跟踪期货价格的期望。这一点将在本章的后面进行详细介绍。

根据美国石油基金在期货溢价市场中的糟糕经历,2007 年 12 月,Victoria Bay 发行了美国 12 月石油基金(the U. S. 12 Month Oil Fund,代码:USL)。这个商品池看起来与德银石油基金很相似,其建立的目的是最小化期货溢价下的不利影响。与仅持有未来 1 个月的期货不同,新的 ETV 将平均持有未来 12 个月的轻质低硫原油期货合约,期货的交割地点在库欣和俄克拉荷马州。从 12 个月的情况来看,升贴水的影响将会被消除,从而得到一个与跟踪原油现货价格最接近的总收益。

Victoria Bay 也管理美国天然气基金(the U. S. Natural Gas Fund,代码:UNG),这个商品池的构造方式与美国石油基金相同,只是跟踪的商品是天然气。

商品指数

为了坚持指数投资的主旨,而不是购买一种跟踪单一资产的 ETV,对于个人投资者来说,你最好是购买跟踪指数的 ETV。其投资的资产与股票市场几乎没有相关性,从而将加强分散化所带来的风险降到最低。

大约在 iShares 纽约商品期货交易所黄金(iShares Comex Gold)出现一年后,即美国石油基金发行前的几个月,德国投资银行德意志银行创造了基于指数的 ETV,这种投资工具持有一篮子商品,而非一种商品。2006 年 2 月,首个也是最著名的 PowerShares 德银商品指数跟踪基金(PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund,代码:DBC)在美国证券交易所发行。指数 ETV 成为 PowerShares 商品发行的一面旗帜。商品 ETV 家族

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的产品由德意志银行商品服务公司进行管理,由 PowerShares 发行。

PowerShares 德意志银行商品指数跟踪基金跟踪德意志银行商品流通指数(Deutsche Bank Liquid Commodity Index – Optimum Yield Excess Return),该指数的计算规则包含了全世界交易最活跃的六种实物商品的期货合约,这六种商品包括原油、燃用油、黄金、铝、玉米和小麦。表8 – 1介绍了这些商品及其在指数中的权重。

商品指数提供了一个平台,利用这个平台德意志银行创造了 7 只投资期货的 ETV 来跟踪商品部门的走势。这些 ETV 对每一种商品的指数都有一个特别的描述,它们通过这些指数来确定投资的权重和平衡性。

- PowerShares 德银农产品基金(代码:DBA)投资于玉米、大豆、糖和小麦期货合约。
- PowerShares 德银基础金属基金(代码:DBB)持有铝、铜(A 级)和锌期货。
- PowerShares 德银能源基金(代码:DBE)跟踪布伦特原油。
- PowerShares 德银稀有金属基金(代码:DBP)持有金和银期货。
- PowerShares 德银石油(代码:DBO)跟踪原油期货指数(在前面的部分提到过)。
- PowerShares 德银黄金(代码:DGL)不是跟踪指数,它仅持有黄金期货。
- PowerShares 德银白银基金(代码:DBS)也不是跟踪指数,它仅持有白银期货。

表 8 – 1　　德意志银行流通商品指数的商品权重

商品	权重
原油	35%
燃用油	20%
铝	12.5%
玉米	11.25%
小麦	11.25%
黄金	10%

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商品交易所交易债券

跟踪那些很难跟踪的市场——这是巴克莱银行创造交易所交易债券(ETN)的目的之一,其中主要有商品和货币。需要重申的是,跟踪指数的ETN实际上并不持有指数包含的资产。如在本章前面提到的iPath ETN,它是巴克莱银行发行的无组织的债务证券,它们保证获得扣除费用前的收益与指数相同。尽管巴克莱银行可能持有期货合约或者国库券,但股东仍然只能得到巴克莱银行对其获得指数收益的保证。因为股东不实际持有实物商品,所以他们不需要支付储藏费用。又因为他们不持有期货,所以他们也不必担心展期替换合约所产生的交易成本。

继美国石油基金之后,第二个跟踪石油市场的交易所交易产品是iPath S&P GSCI原油总收益指数ETN(代码:OIL),GSCI代表高盛商品指数。按照iPath的想法,这个交易所交易债券跟踪西德克萨斯中质原油期货合约,该产品的收益是用于交易的基础合约的收益再加上国库券利率收益而得的。

iPath石油ETN也经历了价格升水和贴水的情况。其波动的轨迹与美国石油基金近乎完美的相似,除了没有交易成本外,投资者还能从优越的税收结构中获利。其缺点是投资者承担了信用风险,而且其税收结构可能发生变化。

iPath石油ETN也跟踪商品市场指数。在iPath标准普尔高盛商品指数ETN(代码:GSP)中,能源商品的权重为70%左右,其余的30%包括家畜、贵金属、工业金属和农产品。iPath道琼斯-AIG商品指数总收益ETN(代码:DIP)也跟踪包括这些大宗商品的指数。

次级指数只提供大宗指数中所包含的一个部门的投资机会:

- iPath道琼斯-AIG农产品总收益次级指数ETN(代码:JJA)跟踪大豆、咖啡豆、棉花、糖、大豆油、小麦和玉米。
- iPath道琼斯-AIG能源总收益次级指数ETN(代码:JJE)跟踪原油、天然气、燃用油和汽油。
- iPath道琼斯-AIG谷物总收益次级指数ETN(代码:JJG)跟踪大豆、小麦和玉米。
- iPath道琼斯-AIG工业金属总收益次级指数ETN(代码:JJA)跟

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

踪铜、铝、镍和锌。

- iPath 道琼斯 - AIG 家畜总收益次级指数 ETN(代码:COW)跟踪活牛和生猪。

下面的三种产品不是跟踪指数,而是跟踪单一商品:

- iPath Dow Jones - AIG 铜总收益次级指数 ETN(代码:JJC)跟踪铜价格。
- iPath Dow Jones - AIG 天然气总收益次级指数 ETN(代码:GAZ)跟踪天然气价格。
- iPath Dow Jones - AIG 镍总收益次级指数 ETN(代码:JJN)跟踪镍价格。

Macro 的风靡

第三个石油 ETV 是成对出现的,它们是 MacroShares 石油上涨交易信托(MacroShares Oil Up Tradeable Trust,代码:UCR)和 MacroShares 石油下跌交易信托(MacroShares Oil Down Tradeable Trust,代码:DCR),这两个产品与其他 ETF 和类似 ETF 的产品有很大差别。

该产品的发明者是耶鲁大学经济学家罗伯特·希尔(Robert Shiller)(因其著作《非理性繁荣,对 20 世纪 90 年代科技股泡沫的检验》而闻名)和艾伦·韦斯(Allan Weiss)。这种新产品比起其他产品来说采用了更加复杂的方法来跟踪原油市场的波动。企业家山姆·玛苏齐(Sam Masucci)创立 MacroMarkets 将这种产品引入市场,但是他需要一个能够明白如何使一切顺利运作的人。鲍勃·塔尔(Bob Tull)承担了这份工作,他是一个经历了许多产业创新的人。塔尔曾经在摩根斯坦利从事 WEBS 和 OPALs 的相关工作,帮助终止德意志银行的国家组合,并鼓励美国股票交易所和 PowerShares 创立智能指数。"希尔最初构想的结构是基于住房价格创造可跟踪的市场——并且这是其运作的一个重要方式,"关注指数化和 ETF 行业的网站 IndexUniverse 的网页中这样写道,"理论上,MACROS可能与任何东西绑定,失业人数、国内生产总值、消费物价指数等都有可能涉及其中。"

"这种产品必须以相关的证券成对发行,包括上涨和下跌两种。理解这种动态变化的最好方式是将其想象成跷跷板,当原油的价格上涨了 1 美元,上涨信托应该上涨 1 美元,而下跌信托将会下跌 1 美元。"这种产品

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以与总收益互换进行比较,在总收益互换中,两种基金互相交换合适的国库券来得到正确的定价。

与美国石油基金不同,MacroShares 不是一个商品池,它不持有原油期货,而是持有短期国库券和隔夜回购协议。MacroShares 的收益是石油价格变动收益再加上利息收入。要想得到创立单位,经授权的参与者必须向 ETV 存入现金。它与别的 ETF 类似产品的最大区别在于授权参与者必须同时购买同样数量的上涨份额和下跌份额。这增加了经授权的参与者的风险,因为大部分投资者都只会进行一个方向的投资,这就使经授权投资者处于保值者的对立方。

"随着下个月原油期货合约价格的变化,Macro 将会成比例地变动。"IndexUniverse 网站上写道,"如果合约价值有任何损失,利息收入首先用来弥补成本,然后用来补偿 Macro 的损失。如果损失超过了利息收入,支付合约的价值将会下降,这种情况在利率低于 1.6% 时很有可能发生。所有的剩余收入将会在每个季度分给股东。"

美国石油基金只收取 0.75% 的费率,而 MacroShare 收取 1.6% 的年费率,这在所有 ETF 或 ETF 类似产品中费率是最高的。尽管这个费率比美国石油基金费率要高,但 MacroShares 的一个优势是不会经历升水。很多美国石油基金的投资者因为忽略了升水问题的存在而被套,当石油价格上升的时候,却只能眼看着基金价格下跌了 25%。

因为 MacroShares 不持有期货,所以其价格波动并不与原油现货市场保持一致,而且它也并不跟踪现货市场。ETV 的目标是要反映石油市场的长期动态,期限可能长达 20 年之久。

尽管信托基金的净资产价值(NAV)是按照一些将原油未来走势纳入其中的复杂公式来设计的,使其可以密切追随石油现货价格,但每份基金的价格却不是跟踪现货价格,而是可能以 NAV 的溢价或折价来交易的,这一点很像封闭式基金。如果上涨信托以 NAV 折价交易,那么下跌信托就以溢价交易,折价或溢价的幅度可能很大。下跌信托溢价交易,说明更多的人预期价格会下跌。这可以被视为市场走势的一个清晰信号,因为当一个人接受溢价交易时,说明他有强烈的愿望获得信托份额。每份 ETF 价格与其 NAV 十分接近是因为套利者发现其价格与其基础证券的价格存在差异时就会迅速地买入或卖出套利,从而使其价格回到其

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

NAV。然而对于 MacroShares 来说,即使存在大幅度的溢价或折价,套利的困难也会成为大型投资者套利的障碍。2007 年年末,按照 Yahoo Finance的统计,上涨信托平均交易量达到每天 12 000 份,而下跌信托每天为 36 000 份,这造成了市场流动性不足。尽管如此,MacroShares 是财政投资工具,它的收益率抵消了它的高成本率,并且比起以期货为基础的产品,它们具有更高的税收效率。

MacroShares 的设计结构是委托人信托。因为其持有国库券,所以具有 ETF 以货代款交易的税收效率。然而,从投资国库券获取的收益转移到了股东手中,因为这是按照一般收入纳税的,所以抵消了从零资本利得所能获得的好处。经授权的参与者需要同时创立上涨信托和下跌信托,这种结构要对基金存在的问题负责。流动性的缺乏也增加了巨大的溢价和折价。如果成交量增加使溢价或折价的差额缩小,这可视为理想的理论在现实中不能完美运行的经典案例。

结构这么复杂、趋于极致的溢价和折价、可以忽略的税收效率,那么谁还会考虑投资 MacroShares 呢? MacroMarkets 说:"对石油长期投资的能力对每个没有投资石油经验的人来说都是重要的。"人们持有石油上涨信托的主要原因是石油类资产对于人们的汽车、房屋、日常的塑料产品,有时甚至对他们的工作来说都是非常必要的,持有石油上涨信托可以对石油上涨带来的风险进行保值。

石油下跌信托是为看空石油市场的人们准备的,有投资限制的个人投资者、机构投资者或者基金可能会非常感兴趣,比如基金是不能够做空或者持有商品的。MacroShares 可以解决这个问题,因为 MacroShares 持有国库券。MacroShares 下跌信托虽然持有多头,但实际上是空头操作,投资者可以从市场的下跌中获得利润而不必承担做空的风险。

对这种产品可能存在预料之中的非议,这是因为在原油价格剧烈变动时,它们将会被终止或清算。特别是当原油参考价格连续三天下跌到 9 美元或者上涨到 111 美元,受损信托的基础资产将会严重缩水,Macro将会在下一个分红日清算产品。

2008 年 4 月,就发生了上述的情况。纽约商品交易所 6 月份的轻质原油期货合约收盘价连续三天高于 111 美元,这使得证券交易停止。但令人奇怪的是,证券并没有立刻被终止。到 5 月初,下跌信托的 NAV 已

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经下跌到每股1便士。而出乎意料的是,随着结束日的临近,信托份额的交易和创立都上升了,流动性有所改善。这种情况产生的原因部分是由于对于交易者来说,计算得失已经是非常简单的数学问题。6月25日是交易的最后一天,MacroShares流通的份额有3 800万,交易量几乎达到6 400万。MacreShares预期在7月份发行新的石油MacreShares,新的基准价格为每桶100美元,管理费率为0.95%,比原来的产品要低很多。在股票报价机上,上涨石油信托的代码为UOY,下跌石油信托的代码为DOY。

表8-2 石油ETP的比较

产品种类	产品名称	收益率(2007.1.5~2007.12.31)
商品	西田纳西中级原油	70.46%
ETN	iPath S&P GSCI原油总收益指数(OIL)	59.83%
ETV	美国石油(USO)(商品池)	58.39%
ETV	MacroShares石油上涨交易信托(UCR)	47.45%
ETV	德银石油(DBO)(商品池)	43.02%
ETF	能源精选部门标准普尔存托凭证基金(XLE)	41.90%

石油ETP的比较

表8-2直观地反映了2007年石油交易所交易产品的表现,其衡量了从2007年1月5日开始的收益率,即PowerShares德银石油基金在美国证券交易所发行的日子。当天西德克萨斯中质原油收盘价为56.29美元,2007年12月31日其收盘价为95.95美元,上涨了70%。

所有的石油ETV都滞后于石油的现货价格,但是在这些石油ETV之中,表现最好的产品是有股票代码的石油ETN。由于石油价格在一年中的一些时候是走低的,美国石油基金在一定程度上克服了这些问题,从而又获得了好运,几乎与ETN表现一样好。然而,股票基金能源精选板块SPDR(Energy Select Sector SPDR)在年末表现最差,但公平地说,直到十月份股票市场下跌以前,它的操作杠杆实际上还是帮助它战胜了其他产品。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贵金属商品 ETF

由于本章介绍的是不在《1940 法》框架下的交易所交易产品,是关于商品投资的,因此在这里介绍通过投资公司股票来跟踪商品的 ETF 是最合适的。

在 ETV、ETP 和 ETN 问世以前,零售投资者跟踪商品市场的方式是购买这些商品本身、进入期货市场或者购买相关行业公司的股票作为商品的替代品。投资金条或者 StreetTrack 黄金信托和 iShares 黄金 ETV 消除了公司风险和股票市场风险,从而给予投资者一个与黄金价格变动相匹配的收益。

然而,仍然有很多的投资者喜欢购买黄金挖掘公司的股票。尽管黄金挖掘公司股票有前面提到的股票市场风险的缺陷,但另一方面黄金挖掘公司股票可以提供额外收入和经营杠杆,即使黄金的价格不发生变化,如果公司削减成本并且公布好于预期的收益,股票价格可能上涨。当黄金价格上涨时,黄金挖掘公司股票一般公布的收益会相当于黄金实际收益的 2 到 4 倍。当然在价格下跌的时候,杠杆也会增加损失。

2006 年 5 月,Van Eck 公司发行了 MarketVectors Gold Miners ETF(代码:GDX)。由于它是跟踪 35 个挖掘公司的股票,所以是真正的交易所交易基金,而不是 ETV。其跟踪的公司不都是美国的公司,但这些公司都在美国股票交易所交易。基金的费率为 0.55%。

因为该基金是属于《1940 法》下的持有股票的基金,而不是持有期货或者实物商品,所以它也具有高于 ETV 的税收效率。除了 Gold Miners,Market Vectors 家族也有一些 ETF 持有而 ETV 和 ETN 尚未持有的商品的公司股票:

- Market Vectors 煤炭 ETF(代码:KOL)
- Market Vectors 农业 ETF(代码:MOO)
- Market Vectors 全球替代能源 ETF(代码:GEX)
- Market Vectors 核能 ETF(代码:NLR)
- Market Vectors 钢铁 ETF(代码:SLX)

Market Vectors 当前垄断了煤炭、核能、钢铁和替代能源市场。

有许多 ETF 是追踪能源指数的,如基础原材料、自然资源、替代能源。以下仅列举了几个:

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 能源精选部门标准普尔存托凭证基金(代码:XLE)
- iShares 道琼斯美国能源部门指数基金(代码:IYE)
- iShares 道琼斯美国石油和天然气开采及生产指数基金(代码:IEO)
- PowerShares 动力能源产业 ETF(代码:PXI)
- 道富 SPDRs 油气开采及生产指数基金(代码:XOP)
- 先锋能源 ETF(代码:VDE)

三种水净化行业的单一投资

除了石油、贵金属和农产品这些传统商品,在过去的十年,水作为一种自然资源其价值有了巨大的提高。下面是我在 2007 年 7 月 24 日为 TheStreet.com 网站写的一篇对跟踪水市场的 ETF 进行比较的文章,文章经过了重新编辑。

"水,到处是水,却没有一滴能喝!"

萨缪尔·泰勒·科尔里奇(Samuel Taylor Coleridge)的名句描述了 200 年前公海的生活。但这句话也适用于现今定期缺乏饮用水和灌溉用水的印度和其他地方,甚至在美国,也不能完全保证可以获得安全、可靠的水供给。那些在 20 世纪 70 年代建造的污水处理厂几乎走到了尽头,因为那时人们在建造处理厂时根本就没有想到今天的水污染会变得如此普遍。

在我们还可以看得见的未来 50 年中,水资源的供给将会变得非常紧张,投资淡水行业成为了最热门的商品领域。

继 2005 年 PowerShare 资源组合(代码:PHO)成功之后,2007 年 3 只关注水行业的交易所交易基金问世,它们只持有在美国交易的公司股票。

所有的水资源 ETF 关注提供饮用水公司、水处理公司和其他与水的消耗有关的技术和服务公司,它们的收益是很值得期待的。

ISE 水指数基金(ISE Water Index Fund,代码:FIW)是第一个跟踪本国水资源股票的投资组合信托,这些股票与 Water Resources 跟踪相似。

克莱默标准普尔全球水指数基金(Claymore S&P Global Water Index,代码:CGW)将其 2/3 的资产投资于国外的公司,持有 16 个国家的股票。发行时,其 75% 的投资组合集中于 4 个国家:美国、法国(19.1%)、英国(14%)、瑞士(8.1%)。该基金跟踪标准普尔 50 种股票指数,指数中股

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票份额按照公司的市场份额和公司从与水相关业务中获取利润的比例而得出。

PowerShares 全球水投资组合 ETF(PowerShares Global Water Portfolio ETF,代码:PIO)关注美国以外的 18 个国家。日本占比重最大,为 11%,其余包括 9 个西欧国家,加拿大和新兴市场国家,如新加坡、韩国、巴西、马来西亚和智利。该 ETF 跟踪 37 种股票指数,指数中股票的权重几乎相等,并且每季度进行调整。

PowerShares 全球水投资组合 ETF 和克莱默标准普尔全球水指数基金都是由 6 个部门组成:自来水公司,为终端用户提供用水;水处理公司;基础设施企业,负责铺设管道,安装水泵、阀门,建立运输水的分配系统;分析企业,负责测量和监督水质;资源管理公司,如工程企业和建筑企业,其与区政府一起负责水资源的综合管理;还有从水相关业务获利少于 50% 的企业。

然而其持有的资产却各有不同,克莱默关注较大的公司,其投资组合中 35% 是大盘股,53% 是中盘股,13% 是小盘股的。而 PowerShares 的情况正好相反,33% 是小盘股,55% 是中盘股,13% 是大盘股。两种基金的费率相差不大,PowerShares 是 0.75%,Claymore 是 0.65%。

金钱使世界转动

交易外国货币简单地说是将一个国家的货币换成另一个国家的货币。货币在现货市场上买卖,这个市场叫做外汇市场;也可以通过期货合约买卖。这是世界上最大的一个市场,每天的交易额在 2 万亿美元到 3 万亿美元之间。

这也是世界上流动性最强的市场。有人称其为“完美市场”,因为外汇市场的变化仅由供求决定,不像股票市场要考虑公司的收益或损失,也不像石油市场要考虑生产和供给问题。与股票和期货不同,外汇没有中央交易市场,外汇通过电话和电脑进行场外交易,每天 24 小时都可交易,每周交易 5 天。

货币可以极具波动性。影响黄金价格的因素会影响货币的价值,而战争和危机时期可以使一种货币价值大幅变动。所有宏观经济因素,如贸易赤字或利率等都会对汇率有很大的影响。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1971 年以前,美元的价值是与黄金挂钩的,这被称作金本位,35 美元相当于 1 盎司黄金,主要经济体的货币与美元挂钩。但从 1971 年起,金本位制被废除。各国货币之间开始自由浮动,货币走势的相对强弱由货币供求决定。

外汇市场上的主要货币有 7 种:美元、欧元、英镑、日元、加元、澳元和瑞士法郎,但每种货币都可以兑换。任何国家、公司或个人都可以参与到外汇市场中。

欧元是欧盟国家的货币,欧盟包括 27 个欧洲国家。在过去的五年,美元兑欧元下跌了 40%。在 2007 年的大部分时间中,欧元兑美元的汇率达到了历史高点。英镑一直在 1 英镑兑 2 美元左右徘徊,这是 26 年来英镑的最高点。美元下跌的主要原因包括美国的经济萧条、消费者超高的借贷水平、大额的贸易赤字、伊拉克战争和联邦政府巨额负债引起的其他国家借款。次贷危机的发生也打击了美元。在这场危机中,商业银行和住房抵押贷款公司经历了很大数量的次级借款人住房抵押贷款违约。由于华尔街的投资者银行对住房抵押贷款进行了重新打包并发行资产支持证券和债券抵押证券,所以危机很快就蔓延到了其他的投资者。当基础资产的条件开始恶化,问题就延伸到参与这项活动的每一个人。投资者可能想要持有货币,因为它是投资组合中一种吸引人的分散化要素,它与股票有非常低的相关性,无论是本国股票还是国际股票。

金钱正是我想要的

货币 ETV 有两种:一种是持有真实的外国货币,一种是通过期货合约跟踪货币。同样,这种产品的税收结构与 ETF 不同,在购买前需要搞清楚。

2005 年 12 月,Rydex 投资公司引入了第一只跟踪货币的 ETV——CurrencyShares欧元信托(CurrencyShares Euro Trust,代码:FXE)。2006 年 6 月,Rydex 发行了其他的货币 ETV:

- CurrencyShares 澳元信托(代码:FXA)
- CurrencyShares 英镑信托(代码:FXB)
- CurrencyShares 加元信托(代码:FXC)
- CurrencyShares 日元信托(代码:FXY)
- CurrencyShares 墨西哥比索信托(代码:FXM)

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- CurrencyShares 瑞典克朗信托(代码:FXS)
- CurrencyShares 瑞士法郎信托(代码:FXF)

2007 年 2 月,Rydex 追加发行了日元信托(代码:FXY)。

与黄金份额和白银份额一样,货币份额也是委托人信托,持有真的货币,而非期货。与 ETF 不同,货币份额不采用任何的分散化,而是一种单一投资。货币 ETV 持有一种货币的敞口,份额持有者面对的是这种货币对美元的变动。在大部分的 CurrencyShares 中,每个份额等于 100 个基础货币单位,价格等于其现货价格。日元信托每个份额持有 10 000 日元,而比索信托和克朗信托每个份额持有 1 000 个货币单位。

货币份额收取 0.4% 的费率。但与黄金和白银有储藏和保险的成本不同,金融机构会对持有你的货币支付利息。因此货币 ETV 以储蓄的形式将其持有的货币存入伦敦 J. P. 摩根银行的付息账户中,就像银行储蓄账户一样,存款会按隔夜拆借利率支付给投资组合利息,并以收入的形式按月进行分配。

与其他 ETF 类似产品结构一样,经授权的参与者需要存入资金来获得由 50 000 份额组成的创设单位。例如,如果合格参与者想要获得 CurrencyShares澳元信托(代码:FXA)的份额,他需要存入相当于 5 百万澳元的美元。FXA 的每个份额价值 100 澳元,经授权的参与者将钱电汇给在澳大利亚墨尔本的 J. P. 摩根。它会告诉受托人纽约梅隆银行发放信托份额给存款信托公司(Depositary Trust Company,DTC)。存款信托公司再将 50 000 个份额的创设单位交给经授权的参与者,经授权的参与者再在股票市场上将它们卖掉。ETV 对此没有任何花费,经授权的参与者需要支付完成交易所需的费用。

与黄金和白银份额相同,委托人信托是一个中介工具,因此,股东被认为好像他们直接持有货币一样。这里没有以货代款的过程来消除信托的税负。正因为如此,货币份额没有得到股票或者债券获得的有利的税收待遇。从货币信托获得的所有资本利得和利息分配都要按照一般收入纳税。

如果你认为美元将会下跌,你应该购买货币 ETV。如果外国货币升值,美元贬值,当你将外币换回美元时,你将得到多于最初支付的美元。

“当在国外旅游的时候,如果你曾经买过货币,你就会清楚不利的汇

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

率意味着什么了,"英国券商高林斯特的销售交易副主席 Michael Panzner 曾在 SmartMoney.com 的网站上这样说过,"理论上,ETP 可以帮助你更便宜地交易货币。而且像交易经纪人账户股票一样,交易货币(通过 ETF)使得整个过程变得简单多了。这就和人们会购买 ADR 来代替外国公司股票的道理一样,都会使整个过程变得更加简单。"

你也许会觉得货币比股票简单,你不用考虑平衡表、收益或者行业竞争,你也不需要靠大量的财经报道来预测将会发生什么。货币通常会反映宏观经济的情况,所以你要注意了,尽管看似简单,但货币的波动性可能会更强,因此比股票的潜在风险更大。不计其数的本国或外国的因素会影响经济,从而使某一特定货币剧烈波动。从长期来看,这是一个零和博弈,但方向趋势倾向于长时间保持。

在 SmartMoney.com 网站的一篇文章中,我解释了外汇市场是如何运作的:"大部分外汇交易都是通过大的商业银行来发起的,比如花旗银行和美国银行。大的机构投资者直接与银行交易,将一种货币换成另一种货币。个人投资者可以去银行,但更经常的是与经纪人进行交易,经纪人成为个人投资者的交易对手。然而,设立外汇交易账户可能存在逻辑上的困难。投资者需要在银行开立一个非美元账户,然后在购买外汇以后,他们需要将其存入到付息账户。然而外汇市场可能更具有流动性,通常也是疏于监管的。这意味着价格在任何时候几乎都不具有透明性,这就使零售投资者处于不利的位置。缺乏流动性意味着零售投资者不能得到最好的价格,而机构投资者则可以获得。"

由于 CurrencyShares 跟踪的是一种外汇现货价格,所以它除了能够避免设立期货账户的麻烦外,还可以提供更高的价格透明度。每个人都得到一样的价格,这对零售投资者来说是一种巨大的福利,因为这样可以降低经纪人买卖差价(spread)。另外,与外汇账户不同的是,你不需要很多钱来购买外汇,你可以只买 ETV 的一份份额。

再谈期货

PowerShares 提供两种跟踪美元的 ETV:

1. PowerShares 德银美元看涨基金(代码:UUP)。
2. PowerShares 德银美元看跌基金(代码:UDP)。

看涨美元基金是以德意志银行多头美元指数期货指数(Deutsche

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Bank Long US Dollar Index Futures Index)为基础的。这是一个仅由多头美元指数期货合约构成的有规则的指数,该指数是设计用来复制做多美元相对于以下货币的表现:欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎。

看跌美元基金是以德意志银行空头美元指数期货指数(Deutsche Bank Short US Dollar Index Futures Index)为基础的,该指数仅由空头美元指数期货合约构成,是设计用来复制做空美元相对于上面提到的货币的表现。

PowerShares 德银 G10 货币基金(代码:DBV)是以德国银行 G10 货币期货指数超额收益指数为基础的,该指数是由某些 G10 货币的期货合约构成。该基金购买平均利率最高的三种货币的期货合约,并卖出平均利率最低三种货币的期货合约。

现在指数选择的 G10 货币包括美元、欧元、日元、加元、瑞士法郎、英镑、澳元、新西兰元、挪威克朗和瑞典克朗。指数按季度进行调整。

适用于 PowerShares 商品 ETV 的税收规则也适用于该产品,即收益的 60% 按长期资本利得纳税,40% 按短期资本利得纳税。

货币交易所交易债券

iPath 提供 3 种货币交易所交易债券:

1. The iPath Eur/USD Exchange Rate ETN(代码:ERO)跟踪欧元和美元之间的汇率。

2. The iPath GBP/USD Exchange Rate ETN(代码:GBB)跟踪英镑和美元之间的汇率。

3. The iPath JPY/USD Exchange Rate ETN(代码:JYN)跟踪日元和美元之间的汇率。

这 3 个 ETN 与本章前面提到的其他 ETN 有着同样的结构,然而它们与其他 ETN 的税收情况不同。

2007 年 12 月,IRS 出台了一个关于跟踪货币的 ETN 的规则,这对 ETN 或投资者来说可不是一个好消息! 在规定发布以前,跟踪外国货币的 ETN 的税收效率要比直接持有外国货币或投资 Rydex 公司的 CurrencyShares要高。以货币来说,从货币份额获得的收益通常按照一般收入纳税,无论它们被持有了多长时间。而且在规定发布以前,持有货币 ETN 多于一年后卖出支付资本利得税率为 15%,而现在税率高达 35%,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不再是按照一般收入纳税。对于货币投资者来说,支付35%的税率占收益的比例是相当大的。

IRS的规则规定,为了联邦税收的目的,跟踪外国货币的ETN必须被当做债务看待,这彻底消除了有利的税收待遇。像其他货币投资一样,货币ETN不再按照一般收入纳税。这一规则看起来似乎使环境更加平等了,而实际情况是,ETN被置于了更不利的位置。

这些ETN保持了Rydex CurrencyShares的做法,不实际持有货币。货币必须放在某个银行,通过投资隔夜债券来赚取收益,因此除了资本利得,利息也会分配给CurrencyShares的股东,股东需要每年对此纳税。因为这些ETN不持有货币,所以它们不产生收益。但是红利支付的不同方式会增加指数的总收益,这意味着货币利息被认为是重新投入来增加货币ETN的价值。IRS规定,尽管ETN股东没有得到分配的收入,他们仍然需要对这种虚拟的收入纳税。因此,对于红利的这种情况,货币ETN的持有者要对他们将来卖出份额才能获得的收益在今天纳税。

这个规则仅仅影响前面提到的3个ETN。

小结

投资组合中商品资产的最佳比例应该是多少呢?大部分投资者建议投资组合中5%到20%的资产应该投资于商品或货币这两种资产。显然20%太激进了,个人投资者在任何一种商品或货币上投资都不应该超过5%。

然而通过与ETF类似的安排来交易商品和货币的能力对于个人投资者来说是一个很大的进步,但这并不必然意味着它是获得充分分散化的最好方式。简单地讲,对于Alpha(即高于基准指数的收益)来说,Beta(即投资的内在风险)是否太大了?我们不禁要问,增加收益的机会值得承担风险吗?

归根到底,单纯的商品和货币ETV都是投机游戏。两者都会在小范围内上下波动并对未预期的宏观经济情况作出剧烈反映。根据ETF的投资理念,不应该购买跟踪单一资产的ETV,对个人投资者来说最好的方式是购买跟踪指数的ETV。他们持有那些资产与股票市场几乎没有相关性,从而通过增加分散性来降低风险。尽管投资商品和货币是分散投资

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

组合的很好方式,但投资者需要注意世界上大部分商品10年来的大多时候都是处于牛市的。另外,美元已经连续6年下跌,这些容易的获利机会已经被投资者掌握。然而,商品和货币市场当前的趋势可能还会持续一段时间,但正在进入一个未知的阶段。投资者应该特别谨慎,商品和货币的价格都有可能在不远的将来达到顶点。当然,因为ETV像ETF一样可以做空,所以无论市场向哪个方向走都有可能会获利。

最后,当选择ETV时,除了资产风险,你还需要考虑ETV的税收结构并且清楚哪个ETV的税收结构最适合你的需要。现存的ETV产品见表8-3。

表8-3　　交易所交易工具(截至2008年2月28日)

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
生化科技HOLDRs	BBH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	1999年11月22日	生物技术
宽频通讯HOLDRs	BDH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年4月5日	宽带
电子商务HOLDRs	BHH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年2月23日	因特网
欧洲2001持股信托HOLDRs	EKH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2001年1月17日	美国存托凭证
网际网络HOLDRs	HHH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	1999年9月22日	因特网
网络设备HOLDRs	IAH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年2月24日	因特网
网络基础建设HOLDRs	IIH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年2月24日	因特网
股市2000 HOLDRs	MKH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年8月29日	大型股

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
石油勘探 HOLDRs	OIH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2001年2月6日	能源
制药 HOLDRs	PPH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年1月31日	制药业
区域性银行 HOLDRs	RKH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年6月22日	金融业
零售 HOLDRs	RTH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2001年5月2日	零售业
半导体 HOLDRs	SMH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年5月4日	科技
软件 HOLDRs	SWH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年9月27日	科技
电子通讯 HOLDRs	TTH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年1月31日	电信
公用事业 HOLDRs	UTH	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年6月22日	公共事业
无线通讯 HOLDRs	WMA	委托人信托	没有指数	每季每手2美元	2000年10月31日	电信业
ETNs						
BearLinx Alerian MLP 精选指数 ETN	BSR	ETN	Alerian MLP 精选指数	0.85	2007年7月20日	有限合伙部门
克莱默 CEF 指数联动 ETN	CCE	ETN	克莱默 CEF 指数	0.95	2007年12月10日	封闭式基金

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
Elements 道琼斯10大高值利率ETN	DOD	ETN	DJ高收益率精选总收益指数	0.75	2007年11月7日	大型股
Elements 美林生物能源指数 ETN	FUE	ETN	MLCX 生物燃料总收益指数	0.75	2008 年 2 月 5 日	商品
Elements 美林谷物指数 ETN	GRU	ETN	MLCX 谷物总收益指数	0.75	2008 年 2 月 5 日	商品
Elements 晨星 wide moat focusETN	WMW	ETN	晨星 wide moat focus 总收益指数	0.75	2007年10月17日	价值型
Elements 罗杰斯商品指数 - 农业 ETN	RJA	ETN	罗杰斯国际商品指数农业总收益	0.75	2007年10月17日	商品
Elements 罗杰斯商品指数 - 能源 ETN	RJN	ETN	罗杰斯国际商品指数能源总收益	0.75	2007年10月17日	商品
Elements 罗杰斯商品指数 - 金属 ETN	RJZ	ETN	罗杰斯国际商品指数金属总收益	0.75	2007年10月17日	商品
Elements 罗杰斯商品指数 ETN	RJI	ETN	罗杰斯国际商品指数总收益	0.75	2007年10月17日	商品

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
Elements 光谱美国大型股产业动能 ETN	EEH	ETN	光谱大型股美国产业动能指数	0.75	2007 年 8 月 1 日	大型股
Elements/澳元/美元换手率	ADE	ETN	德银澳元隔夜指数	0.40	2008 年 2 月 20 日	通货
Elements/英镑/美元换手率	EGB	ETN	德银英镑隔夜指数	0.4	2008 年 2 月 20 日	通货
Elements/欧元/美元换手率	ERE	ETN	德银欧元隔夜指数	0.4	2008 年 2 月 20 日	通货
Elements/美元/加元换手率	CUD	ETN	德银加元隔夜指数	0.4	2008 年 2 月 20 日	通货
Elements/美元/瑞士法郎换手率	SZE	ETN	德银瑞士法郎隔夜指数	0.4	2008 年 2 月 20 日	通货
高盛标准普尔增强商品报酬策略指数 ETN	GSC	ETN	标准普尔高盛增强商品总收益策略指数	1.25	2007 年 7 月 31 日	商品
iPath 芝加哥期权交易所标准普尔 500 买冲指数 ETN	BWV	ETN	CBOE 标准普尔 500 买入对冲指数	0.75	2007 年 5 月 22 日	大盘股
iPath 道琼斯瑞银－农业 ETN	JJA	ETN	道琼斯－AIG 农业总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
道琼斯瑞银－商品指数 ETN	DJP	ETN	道琼斯－AIG 商品指数总收益	0.75	2006 年 6 月 6 日	商品
iPath 道琼斯瑞银铜 ETN	JJC	ETN	道琼斯－AIG 铜总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品
iPath 道琼斯瑞银－能源 ETN	JJE	ETN	道琼斯－AIG 能源总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品
iPath 道琼斯瑞银－谷物 ETN	JJG	ETN	道琼斯－AIG 谷物总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品
iPath 道琼斯瑞银－工业金属 ETN	JJM	ETN	道琼斯－AIG 金属总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品
iPath 道琼斯瑞银－家禽 ETN	COW	ETN	道琼斯－AIG 家禽总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品
iPath 道琼斯瑞银－天然气 ETN	GAZ	ETN	道琼斯－AIG 天然气总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
iPath 道琼斯瑞银－镍 ETN	JJN	ETN	道琼斯－AIG 镍总收益次级指数	0.75	2007 年 10 月 23 日	商品
iPath 欧元 ETN	ERO	ETN	欧元	0.4	2007 年 5 月 8 日	通货
iPath 英镑 ETN	GBB	ETN	英镑	0.4	2007 年 5 月 8 日	通货
iPath 日元兑美元 ETN	JYN	ETN	日元	0.4	2007 年 5 月 8 日	通货
iPath MSCI 印度 ETN	INP	ETN	摩根斯坦利印度总收益指数	0.89	2006 年 12 月 19 日	印度股票
iPath 标准普尔高盛商品指数 ETN	GSP	ETN	标准普尔高盛总收益指数	0.75	2006 年 6 月 6 日	商品
iPath 标准普尔高盛原油指数 ETN	OIL	ETN	标准普尔高盛原油总收益指数	0.75	2006 年 8 月 15 日	商品
商品 ETVs						
道富财富黄金指数基金	GLD	委托人信托	黄金	0.4	2004 年 11 月 18 日	实体商品
iShares COMEX 黄金指数基金	IAU	委托人信托	黄金	0.4	2005 年 1 月 21 日	实体商品
iShares 白银指数基金	SLV	委托人信托	银	0.5	2006 年 4 月 21 日	实体商品

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
MACROshares 石油上涨交易信托	UCR	信托	NYMEX 轻质原油期货合约	1.6	2006 年 11 月 30 日，2008 年 6 月 25 日关闭	商品期货
MACROshares 石油下跌交易信托	DCR	信托	NYMEX 轻质原油期货合约	1.6	2006 年 11 月 30 日，2008 年 6 月 25 日关闭	商品期货
PowerShares 德银农业 ETF	DBA	期货基金	德银流动商品指数农业超额收益率	0.91	2007 年 1 月 5 日	商品期货
PowerShares 德银基础金属 ETF	DBB	期货基金	德银流动商品指数金属超额收益率	0.78	2007 年 1 月 5 日	商品期货
PowerShares 德意志银行商品指数基金	DBC	期货基金	德银流动商品指数超额收益率	0.83	2006 年 2 月 3 日	商品期货
PowerShares 德银能源 ETF	DBE	期货基金	德银流动商品指数能源超额收益率	0.78	2007 年 1 月 5 日	商品期货
PowerShares 德银黄金指数基金	DGL	期货基金	德银流动商品指数黄金超额收益率	0.54	2007 年 1 月 5 日	商品期货

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
PowerShares 德银石油指数基金	DBO	期货基金	德银流动商品指数石油超额收益率	0.54	2007 年 1 月 5 日	商品期货
PowerShares 德银贵金属 ETF	DBP	期货基金	德银流动商品指数贵金属超额收益率	0.79	2007 年 1 月 5 日	商品期货
PowerShares 德银白银指数基金	DBS	期货基金	德银流动商品指数白银超额收益率	0.54	2007 年 1 月 5 日	商品期货
美国天然气 ETF	UGA	期货基金	汽油期货	0.6	2008 年 2 月 22 日	商品期货
美国天然气 ETF	UNG	期货基金	天热气期货	0.6	2007 年 4 月 18 日	商品期货
美国石油指数基金	USO	期货基金	石油期货	0.5	2006 年 4 月 10 日	商品期货
美国连续 12 月原油期货 ETF	USL	期货基金	石油期货	0.6	2007 年 12 月 6 日	商品期货
货币 ETVs						
CurrencyShares 澳元 ETF	FXA	委托人信托	澳元	0.4	2006 年 6 月 21 日	货币
英镑指数基金	FXB	委托人信托	英镑	0.4	2006 年 6 月 21 日	货币
加元指数基金	FXC	委托人信托	加元	0.4	2006 年 6 月 21 日	货币

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

名称	代码	结构	跟踪什么	费率	上市日期	部门/类型
欧元指数基金	FXE	委托人信托	欧元	0.4	2005 年 12 月 8 日	货币
日元指数基金	FXY	委托人信托	日元	0.4	2007 年 2 月 12 日	货币
墨西哥比索指数基金	FXM	委托人信托	墨西哥比索	0.4	2006 年 6 月 21 日	货币
瑞典克朗指数基金	FXS	委托人信托	瑞典克朗	0.4	2006 年 6 月 21 日	货币
欧元指数基金	FXF	委托人信托	瑞士法郎	0.4	2006 年 6 月 21 日	货币
德银 G10 货币指数基金	DBV	期货基金	德银 G10 货币期货指数	0.81	2006 年 9 月 18 日	商品期货
德银美元空头指数基金	UDN	期货基金	德银看空美元期货指数	0.55	2007 年 2 月 20 日	商品期货
德银美元指数多头指数基金	UUP	期货基金	德银看涨美元期货指数	0.55	2007 年 2 月 20 日	商品期货

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9

ETF的“交易”
Putting the “Trade” in Exchange-Traded Funds

你可以像交易股票一样交易它!

这就是ETF,交易所交易基金和共同基金相比的一个重要创新。当然了,你还可以进行止损委托或者限价委托,并且可以卖空ETF。

为什么交易如此重要呢?ETF为投资者提供了交易“个股而不需要承担个股风险”的性能。交易允许你在最有利的时机进行交易。交易提供持续的定价和流动性(可以很快买进或者卖出的能力)。如果你急需资金,那么对于上百万美元来说,何时以什么价格买进或者卖出可能会产生很大的不同。

在没有ETF之前,你只能利用指数基金期货来捕捉市场的变动。在ETF出现后,投资者开始把他们的目光转向ETF,其原因在于ETF提供了四种不同的优势:委托单规模较小、不用开立特别账户、没有成本累计以及期货有严格的保证金要求。

那些无法为期货账户提供资金或者只是不想进行期货交易的投资者,在当时就只能进行股票指数基金交易。正如我们之前描述过的,这样不仅损害了基金股份的交易者,同时也损害了基金的长期投资者。交易者只能在当天结束时买进或者卖出,无法控制其所支付的价格。与此同时,长期投资者也受到了损害,因为出售基金必须向经纪人支付佣金,并且可能会承担资本利得税。因此,共同基金投资者也能从ETF中获益,因为ETF去除了提升成本的交易商的参与。

具有讽刺意味的是,我们从2003年的共同基金丑闻事件中也看出了快速交易者的利益是如何损害长期股东的。有些基金公司允许享有特权的投资者在闭市后,按已知的当日市场收盘价格做多头交易。这是一种不折不扣的违规行为。这些享有特权的投资者掠夺了基金长期股东的收

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

益(见第7章)。这简直就是一种公然的偷窃行为,它使共同基金的合法日间交易变得更清晰,同时也增加了交易费用,降低了收益。ETF为交易者提供了一个在不影响共同基金股东的情况下采用这些策略的场所,从而降低了其隐性成本。

乍一看,ETF这种能像股票一样进行交易的性能是为日间交易者发明的。从某种意义上说,确实是这样的。机构投资者刚开始接触ETF时,把它当做一种新型的交易产品,后来才发现其诸多用途。起初,那些为实现现金管理收益最大化而寻找途径的机构充当了ETF的日间交易者。这些机构可以是养老基金、大学捐赠基金或者是一个大公司,把尚未分配的现金进行投资,购买主市场ETF的股份。这些机构通常是在早上买入,下午将其股份全部卖出,这样做的原因是为了将现金投入使用,同时评估长期投资收益。这种现金交易可以捕捉市场的变动,同时避免了闭市后传来利空消息的风险。

鉴于此,让投资者有机会按自己的意愿屡次进行基金的买入卖出交易似乎是一场灾难。正如约翰·博格尔(John Bogle)2001年所说的,"ETF就像是将火柴交给了一个纵火犯"。

但是ETF交易不应该和股票交易有区别。由于ETF在市场上变得越来越普遍,机构开始将ETF作为其投资组合的核心产品,将其视为一种获得板块风险暴露的途径,一种避险工具。个人投资者应遵循相同的模式。如果你对股票、债券和共同基金的投资理念是买入—持有策略,那么对于ETF,你也应该遵循这一理念。连续交易通常会削弱指数基金的众多优点,尤其会削弱ETF的众多优点。

沃伦·巴菲特(Warren Buffett)说过,"从投资者整体来看,动得越多,收益就越少"。但与共同基金不同,只要你想对ETF采取行动,那就必须在股票交易所完成交易。所以当你想买入或者卖出ETF份额时,必须通过经纪人才能完成,必须承担从买卖价差到经纪人佣金的交易成本。

投资者决不能对交易成本掉以轻心,即使是通过折扣经纪人进行交易,这些费用也是可以累加的。市场时机是一种试图选择在最佳时间进入和退出市场的策略,这是有风险的,并且很少能得到回报。举一个最好的例子,如果在股票市场上盈利了,你可能不到一年就把他们卖掉。短期的收益会蒙受巨大的资本利得税的惩罚。所有的收益将按短期税率征

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

税,该税率恰好等于固定收入税率。同时,你可能还要承担刚退出市场,市场就开始大幅反弹的风险。

有鉴于此,我认为买入——持有策略才是一个值得遵循的最佳策略。该策略能够降低成本,而正如第5章提到的,成本会降低收益。

“在基金行业,你付出的没有得到回报,而你得到的恰巧是你并未付出的,”博格尔在一次采访中告诉我,“管理者拿得越多,投资者赚得就越少。”

“投资者的时机选择总是错误的,”他说,“在黄金价格上涨以后,投资者才进入市场,而没有选择在此之前进入市场。20世纪90年代末期开始,大量资金涌入科技基金。共同基金的收益还不错,但是投资者的收益却很糟糕。当市场高涨时,投资者投入很多资金;然而市场低迷时,投资者几乎不投入资金。为此,投资者受到了时机错误和选择错误的惩罚。指数基金的好处是为你避免了上述问题,你拥有了市场。”

在本书中,我不详细地讲解日间交易策略,也不过多地研究基本分析或者技术分析。如果你想进行股票日间交易,当天买进并卖出同一家公司的股票,或者很多股票,那么我建议你去买本详细讲解交易策略和股票分析的书。

同样,利用ETF成本低廉优势的最佳途径就是你自己交易这些产品。本章只是为那些想要购买和销售自己的股份的投资者简短介绍一些初级的交易知识,没有介绍复杂的交易策略。

折扣经纪人

作为一个投资者,你首先要作出选择,是聘请投资顾问处理投资组合,还是自己处理投资组合。聘请投资顾问会自动增加一层费用,而且有时候,你很难确定付费后,你会得到什么样的价值和服务。一个好的投资顾问会花时间和你交谈,问一些问题以便确定你的投资目标以及风险承受能力。投资顾问应该根据你的风险承受能力,就如何构建一个适当的投资组合提供一些建议。同时,他们也应该考虑在这个过程中所涉及的所有交易问题。

你可能不喜欢股票市场上实际交易过程中的麻烦或者压力。但是,为了降低成本,我建议你还是应该自己进行交易,你首先需要学习一些交

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易的基本原理。对小规模投资人来说,最简单的交易方法就是通过网上折扣经纪人开立一个账户。提供全方位服务的经纪人除了处理交易以外,还会另外提供一些调查研究和建议。然而,他们收取的费用要高于折扣经纪人。如果你不需要建议,并且可以自己做研究,那么就可以选择折扣经纪人。

挑选一个折扣经纪人应该不太难。他们经常采取一些奖励措施来鼓励大家加入,如规定某段时期内可以免费交易,或者某个特定交易工具可以进行免费交易。你必须要确定自己想从折扣经纪人那里得到什么。是获得最便宜的佣金更重要,还是获得华尔街的研究成果更重要?你是想要获得最快捷的交易,还是想获得一些可以帮助你筛选证券、估值证券的专有功能?是一个反应敏捷的呼叫中心重要呢,还是严格的在线重要?一些网站提供了一些交易的视频课程。

在评估折扣经纪人或者任何相关经纪人时,主要变量应该包括成本、最低账户余额要求、产品、服务和信誉。

下面这些都是最好的折扣经纪人,他们信誉良好。我不特别推荐其中的某一个,以下仅按字母顺序排列。

- 嘉信理财(Charles Schwab)—866 - 232 - 9890, http://www.schwab.com. 没有账户服务费,没有最低资金要求,是最大的共同基金超市之一。
- 亿创理财(E * Trade)—800 - ETRADE(87 - 2331), https://us.etrade.com. 佣金低廉,高息货币市场账户。
- 富达投资服务网(Fidelity)—800 - FIDELITY, https://www.fidelity.com. 佣金低廉,有权使用所有的富达共同基金。
- 第一理财(FirsTrade)—800 - 869 - 8800, http://www.firstrade.com. 第一理财的佣金只有6.95美元。
- 穆里尔·希伯特(Muriel Siebert)—800 - 872 - 0711, http://www.msiebert.com. 免费提供独立研究。
- 券商期权特快(Options Xpress)—888 - 280 - 8020, http://www.optionsxpress.com. 这家公司得到了许多金融出版物给出的高分,与其他折扣经纪人相比,券商期权特快表现良好。http://www.optionsxpress.com/welcome/broker_comparison.aspx? sessionid =

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 斯考特证券(Scottrade)—800 - 619 - 7283,http://www.scottrade.com. 佣金很低,道琼斯时事新闻报道,进行独立的研究。
- SogoTrade—888 - 818 - SOGO,http://www.sogotrade.com. 折扣佣金最低,交易成本在1.50美元到3美元之间。
- TD Ameritrade—800 - 454 - 9272,http://www.tdameritrade.com. 免费研究和交易工具。
- TradeKing—877 - 495 - 5464,http://www.tradeking.com. 评价很高,佣金很低。
- 先锋(Vanguard)—800 - 992 - 8327,http://www.vanguard.com/us/accounttypes/brokerage. 有权使用所有的先锋共同基金。
- 富国银行(Wells Fargo)—866 - 243 - 0931,https://www.wellsfargo.com/investing/styles/independent/wt. 如果在富国银行留有25 000美元,则可以享受100次免佣金的交易。

实际交易

19世纪初,当纽约证券交易所还仅存在于华尔街的一家咖啡厅内时,人们会进来主动提出要出售某些证券,然后他们就必须等待,直到有人提出要买这种证券。双方会讨价还价,谁更急于完成交易,另一方就更占有优势。

如今,无论在任何地方,只要有网络,你即刻就能知道股票的价格和交易量。准备交易时,你通过计算机网络发出委托,通常只要几秒钟,就可以与另外一份委托单完成匹配。

市价委托

最直接、最快捷、最简单的交易就是市价委托。你下达一份立即购买或者出售某只股票或者ETF的委托,只要委托不落空,价格不是问题。你想要股票,现在就想要,而委托的价格也正是这一刻可知的最佳价格。然而,直到完成交易后,你才知道你付出了什么样的价格。流动性最好的股票和ETF可能会以最后的报价马上完成交易,然而缺乏流动性、交易量不足的股票则可能需要等一段时间,并且买卖价差可能会高于平均水平。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限价委托

你可能已经猜到了,限价委托就是在委托单上增加限制。你可以利用限价委托确定一个特定的买价或者卖价。限价委托与市价委托是相反的:在市价委托中,价格不重要,速度才是最重要的;而在限价委托中,速度不重要,价格才是最重要的。

如果你想以低于当前交易价的价格购买股票,那么你就可以下达一个限价委托。限价委托不仅可以让你指定价格,而且能让你不用一直盯着市场就可以进行交易。你只要下达了委托,然后就可以做自己的事情了,当股票价格达到你所限定的价格时,交易就完成了。

比如说,股票现在的交易价格是 25.50 美元,你认为价格会下跌,想以更低的价格购买股票,那么你可以下达一个以 24 美元购买 100 股股票的委托。如果股票价格下跌到你所限定的 24 美元,那么就会完成交易,你按预定价格获得了股票。当然,限价委托存在两种风险。第一,股价可能反弹,不能满足你的限定价格要求,那么你的委托就会落空。比如现在股票的购买价格上涨了,甚至比你下委托单时的市场价格还高。另外一个风险就是股票可能由于利空消息下跌到 20 美元,你的委托单很可能会完成,但你是以 24 美元的价格购买了现在仅值 20 美元的股票。

以上所述对于另一方面也同样适用。你可以下达一个卖出限价委托。比如你是以 24 美元买入股票的,想以 30 美元售出,将限价委托做成当满足 30 美元时出售股票。然而,如果股票价格上涨,然后下降到 29 美元,从来没达到 30 美元,那么就无法完成交易了。所以,本来你能按 29 美元卖出股票,获得一个较好的收益,但是因为你使用了限价委托,故而错过了交易。

止损委托

限价委托为售价限定了交易价格,在这一点上止损委托与之很相似,但是两者背后的策略是不同的。限价委托中,你想在价格上涨一些的时候售出,基本上,如果不能整天盯着市场,只是想按 30 美元售出,你可以下达限价委托。这样,无论你身在何处,只要价格达到 30 美元,你就可以获得销售收入,得到预期利润。

在止损委托中,投资者并不是真的要售出,他只是想保护已有的利润。假如你以 24 美元购买了 100 股股票,股价上升到 30 美元,你并不想

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

停止投资,你看到股价有上升动力,你打算放任自流。同样,你发现股价上涨到30美元,上涨了25%,你不想失去已经累计的账面利润。所以你通过为股票铺设一层底板来保护你的利润。设定价格下限就是止损委托。你在委托单中确定一个低于当前的价格,比如29美元,这样,即使市场突然逆转,你的股票受到了拖累,但你也不会失去利润,相反,你已经赚得了利润。

你将价格下限降低了1美元,是因为你想给ETF一点交易的空间。价格整天都在波动,因此,如果你真的不想卖掉,那么你需要确定一个适当的交易范围来允许价格下跌,然后上涨,而不至于在交易中减价抛售。为了避免在每天的市场变动过程中被卖出,投资者不能把止损委托中的价格定的与当前价格太近。所以,如果将止损价格定在29美元,而不是29.75美元,那么投资者可能放弃了每股75美分的潜在额外收益,但是,投资者也获得了一个75美分的典型市场波动缓冲。

例如,股价在反弹到31美元之前,跌到了29.50美元,如果以29.75美元作为止损价格,则股票马上就会被卖出,完成交易。与此同时,如果将止损价格设定为29美元,那么就不会被兑现,因为该价格足够低,没有被触发。这样,你就可以继续持有股票,并欣喜地看着价格涨到31美元。

限时委托

除了价格以外,在限价委托和止损委托中,你需要告诉经纪人,委托单需要保留多久。当天有效委托的好处是委托单只对那一天有效。如果在交易时段委托没有生效,那么它就会被自动取消。交易者使用当天有效委托是因为如此一来,他们就不必整晚或者数周追踪自己有什么样的委托单。

另外一种限时委托是"长期有效"委托(撤销前有效委托)。与当天有效委托相反,该委托说的是在其被完成之前,一直有效。

我们喜欢短期卖空

ETF能提供,而共同基金没法提供的一个最大的交易优势在于卖空。你可以在没有股票的前提下,出售股票。如果你担心市场下滑,那么这就是一个功能强大的工具。

每个交易都有两方:买方和卖方。当买方进行购买时,他在多头股票。他认为股价会上涨。一般来说,先要买东西,如汽车、音乐会门票,然

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后才能把东西卖给别人。但是证券不是这样的。在交易过程中,买进并不总是首宗交易,即使你没有证券,也可以先卖掉它。有些人将出售作为首宗交易,因为觉得市场、ETF 或者某一特定股票在不久的将来会下跌。

在没有 ETF 之前,如果你觉得标准普尔 500 指数可能出现较大的下跌,而且你想利用该预感,由于你不能卖空那些追踪标准普尔 500 指数的共同基金,所以你只能针对每一只个股分别进行赌注,或者投资期货市场。

想要赚钱就必须低买高卖,这已经不是什么秘密了。但如果因为太迟而无法低买时,该怎么办呢?股票已经反弹一段时间了,目前处于 52 周新高,即该价格是该股票过去一年里看到的最高价格。你可以现在购买,但是此时的价格可不低。或者考虑到股票已经是 52 周新高了,看起来这似乎是一个获利的好机会。现在,你可以出售 ETF,期待着其价格下跌,稍后再以较低的价格买回来。卖空赋予了你在股票已经反弹时买低的机会。

但是如何卖掉不属于自己的东西呢?买方想在所允许的完成交易的 3 天内带走股票或者债券,卖方需要提供股票来换取买方支付的资金。卖空者找到经纪人,表示希望借入股票。接下来,经纪人就会将另一个投资者(个人投资者或者基金)的,或者经纪人自己库存的股票借给卖空者。卖空者拿到了股票并在公开市场出售。卖完股票后,销售收入存入了卖空者账户。在卖空者归还股票之前,一直支付出借人贷款利息。如果 ETF 支付了股息,而空头头寸期间卖空者获得了该股息,那么空方也必须将这部分资金交给出借方。

卖空者不喜欢长时间敞开头寸。空头者敞开头寸的时间越长,支付给出借人的利息也就越多,这会消减卖空者的利润。卖空者通过买回股票,将之归还给出借人,从而结束交易。如果 ETF 价格下跌了,卖空者获利(见表 9 - 1)。股票初始的销售价格(20 美元)与后来股票的购买价格(15 美元)之间的差额就是利润。如果价格上涨到 25 美元,则卖空者将遭受损失。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 9-1 卖空交易中的胜利与失败

从经纪人处借入100 份 ETF 份额	如果股票价格下跌	如果股票价格上涨
初始售价	每股 20 美元,即 2 000 美元	每股 20 美元,即 2 000 美元
后来股票的购买价格	每股 15 美元,即 1 500 美元	每股 25 美元,即 2 500 美元
合　　计	获利 500 美元	损失 500 美元

卖空是一项非常危险的计划。当投资者买入股票时,他有无限的(长)上涨潜力和有限的潜在损失。多头可能引起的最大损失就是购买股票的价格。如果你以 20 美元购买了 100 股 PowerShares 的动态小型股成长投资组合(代码:PWT),总计 2 000 美元,那么本次投资中你最多损失 2 000 美元。

卖空者成为交易的另一方。卖空者的潜在盈利是有限的(短),其潜在损失是无限的。如果卖空者向多头者出售了 2 000 美元的 PowerShares 的动态小型股成长投资组合,其最大盈利就是 2 000 美元,也就是说股票价格一路下滑到 0 美元。然而,潜在损失是无穷无尽的。如果卖空者以 20 美元出售了 100 股股票,价格没有下跌,相反 ETF 反弹到 30 美元,那么空头者需要 3 000 美元买回轧平头寸所需的股票。空头者需要买回股票将其返还给经纪人,而这远远高于原先卖出股票获得的 2 000 美元。卖空者需要从其账户中额外拿出 1 000 美元购买股票,这就又增加了他 1 000 美元的损失。

空头逼仓(Short Squeeze)

当许多空头股票或者 ETF 的人突然都想从中解脱出来,那么此时就会出现空头逼仓。如果股票突然飙升,那么空头者就会急于轧平头寸,这会造成严重的购买压力,导致股市反弹,进一步推动价格上涨,最终加剧其损失。更高的价格导致更多的空头者下定决心轧平头寸,更多的买方委托充斥着市场,推动价格进一步上涨。想象一下,屋子里挤满了准备购买股票轧平头寸的卖空者,门外有一个抛售股票的投资者,卖空者(购买者)必须排队站在出售者面前,每次购买价格都会逐步提高。所有的卖空者在同一时间冲向出口,想成为队伍中的第一个人,然后设法经过推挤的大门走出房间,这就是空头逼仓。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卖空并不是那么容易的

通过卖空 ETF 来赌市场下跌,比用期货或者卖空整个股票投资组合要容易很多。"但事实是,卖空 ETF 并不向你想象的那么容易。"

由于 ETF 可以像股票一样交易,因此从理论上讲,你应该能像卖空股票一样很容易卖空 ETF。实际上,卖空的能力取决于是否能够借到股票。有些股票很容易就能借到,这些可能是交易发行量很大,流动性很好的股票。但是,如果这是一个流动性不足的小型股票或者发行量很小的股票,那么就很难借到它们了。

但是 ETF 不应该有这方面的问题,卖空股票时,卖空者必须找到一个愿意出借股票的经纪人或者投资者。有时这很难,因为每个公司的股票数量都是固定的。然而,人们不一定非要找 ETF 股票,他们可以根据需要创建许多股票。因此,经授权的参与者(通常是经纪人或者专家)可以通过组装成分股,创建新股票。需要注意的是,一般创设单位为 50 000 股。

"所以对机构投资者或者对冲基金来说,让经授权的参与者创建可用于卖空的新股票应该不是问题。交易必须足够大,这样经纪人就不会剩下许多股票,并且能够收取高额佣金。同时,经纪人也想让这些机构成为客户,所以会让机构感到愉快。但是,如果是小规模个人投资者想卖空如此小的数量,比如 1 000 股,那么剩下的 49 000 股就会留在专家经纪人的账面上。"

对经纪人来说,在市场低迷时做空大量股票的想法并不具有太大的吸引力。这样做,经纪人不但要面临额外的市场风险,而且还套用了大量的资金。所以,交易规模越小,经纪人帮助你的可能性就越小。

在流动性极高的标准普尔存托凭证或者 PowerShares QQQ(代码:QQQQ)中应该很容易找到可以借入的股票。但是,由于"证券借贷在证券行业中是自动化程度最差活动之一,ETF 投资者可能发现同难以借用小型、流动性差的股票一样,借用小型、流动性差的 ETF 同样很困难"。对于很多最新的 ETF,特别是那些追踪利基市场,管理资产不足 1 亿美元的 ETF 来说,同样存在这种情况。

如果在经纪人库存中或者其客户账户中没有股票,那么你就很难借到想要卖空的股票了。有时,人们不想出借股票,还有一些时候,经纪人根本找不到持有股票的人。小型经纪人没有权利使用大型经纪人所持有

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的股票,小型经纪人也不想承担额外的信用风险。此外,出借股票会使经纪人产生管理费用。因此,如果你的交易无法抵消这部分费用,经纪人股票信贷部门可能只是对你说很难借到股票,而实际上是借贷费用太昂贵。经纪人没有义务去履行一个可能会让公司亏本的交易,所以他们不必为你找股票。如果你只想卖空 200 股,对经纪人来说,最简单的方法就是告诉你他们找不到你想要的股票。

如果你真的想要卖空 ETF,但交易被拒绝了,那么别轻易放弃,一定要坚持。如果你是和折扣经纪人交易的,给他打个电话,可能会带来更好的结果;如果你是和全方位服务经纪人交易的,如果你的经纪人不做,那就另外再找一个。

买进卖空

最后,对你来说,买入 ETF 要比卖空 ETF 更容易。同样的,ETF 使个人投资者投资于商品和货币变得更容易,ETF 还使个人投资者卖空市场变得更容易。ProFunds 和 Rydex 证券是市场反向(或者对立市场)共同基金的主要供应商,如果市场下降了 2%,基金就会获利 2%。简而言之,他们卖空市场。

两家公司所提供的反向共同基金都有超过 10 年的历史。2006 年,ProFunds 推出了卖空 ETF 家族——ProShares。到 2007 年 11 月为止,Rydex推出了首批 6 只杠杆 ETF 和反向 ETF,ProShares 已经推出了近 60 只 ETF,其中 35 只是卖空市场的。

ProShares 的 ETF 尝试提供针对所有主要基准指数的反向收益。它还提供了一些被称为"超短看空(Ultra Shorts)"的产品。这些 ETF 寻求两倍于反向变动的收益。因此,如果道琼斯工业平均在某一开市日下降了 1.5%,那么超短看空道琼斯 30(代码:DXD)就会宣布盈利 3%。这里我们给出几种这样的 ETF 产品:

- 看空 QQQ(代码:PSQ)
- 超短看空 QQQ(代码:QID)
- 看空标准普尔 500(代码:SH)
- 超短看空标准普尔 500(代码:SDS)

购买反向 ETF 作为卖空基准指数的方法能比实际卖空 ETF 发挥更

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好的作用,这是因为:

1. 你可以避免了无限损失的风险。即使是通过 ETF 做空市场,你还是多头投资者,因为你购买了股票。这种卖空却不需要承担无限损失风险是相当惊人的。作为一个多头方,你只承担交易中与多头方有关的风险。

2. 购买或者出售 ETF 没有任何困难,与借入股票相比,这个过程要容易得多。

3. 不需要支付利息。

4. 不用为卖空设立保证金账户。

现在对冲多头头寸也是很简单的,根据 ProShares 的首席执行长官迈克尔·萨皮尔(Michael Sapir)的言论,就是"卖空很容易"。

ProShares 也是首个发行打赌国际市场下跌 ETF 的供应商:

- 看空摩根斯坦利资本投资的欧澳远东指数基金(代码:EFZ),旨在提供摩根斯坦利资本投资的欧澳远东指数的反向日收益率。这是被最广泛遵循的追踪国际证券的美国基准。购买 EFZ 是赌注股票全球性衰退的一种简单方法。
- 超短看空摩根斯坦利资本投资欧澳远东指数基金(代码:EFU)旨在将指数的负收益提高 1 倍。
- Proshares 看空摩根斯坦利新兴市场指数基金(代码:EUM)和超短看空 MSCI 新兴市场(代码:EEV),寻求 1 倍到 2 倍于 MSCI 新兴市场指数的反向收益。
- 超短看空摩根斯坦利日本指数基金(代码:EWV)提供了一种日本市场双倍下滑的赌注。

超短富时/新华中国 25(代码:FXP)为那些认为中国股票市场已经进入泡沫状态的人提供了一个打赌中国市场会下滑的机会。该产品提供了一个两倍于富时/新华中国 25 指数的反向收益,该指数追踪在中国大陆经营的市值排名前 25 的公司。

看空和双倍看空 ETF 不卖空一篮子成分股,相反,他们利用在卖空时不会产生交易费用的衍生产品。

这些衍生产品包括期货和互换协议。基金出售或者卖空期货合约获得空头风险暴露,他们也买互换合约。互换合约是一种交易双方交换收

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入流的合约。当互换基础产品朝某一方向变动时,我对你进行支付,当朝反方向变动时,你对我进行支付。此外,互换的多头方支付短期利息以便得到基金上涨的收益。如果互换下跌了,空头方获得下降的收益以及利息。

ProShares 称,在获得空头头寸方面,期货比实际卖空股票的效果更好,因为股票存在上涨抛空规则。期货可以通过滚动基金保证其头寸的稳定性。这意味着,在期货快要到期时卖出,然后买入一个较新的期货合约。这样可以在基金内部获得资本利得,以便投资者按年支付。正如我们在第 8 章阐述的,同期货一样,这些资本利得需要缴税。对于期货而言,一年中利润的 60% 按照长期收益征税,税率为 15%,剩下的 40% 利润被视为短期收益或者日常收入,其税率高达 35%。

由于期货只需要很小的投资来购买合约,基金的资产中还有很多现金或者现金等价物。他们被用来投资短期附息票据或者债券上,以便获得收入。这些利息在被退还给投资者之后,就必须缴税了。利息是按日常收入计税的。当投资者卖出其基金股份,资本利得就会按正常的 ETF 纳税,一年后出售股票按较低的长期资本利得比率征收。

萨皮尔提醒投资者注意,卖空 ETF 的目的是获取指数日表现业绩的反向收益。

摩根斯坦利 ETF 研究部主管保罗·马莉齐利(Paul Mazzilli)在 2007 年 10 月的报告中声称"在较长的时间段,ProShares ETF 是不可能准确地获得双倍基准收益的"。他写道:"看空型 ETF 的利息收入和基金费用导致了这种差异。"ProShares ETV 收取 0.95% 的费用比率,是 ETF 业中管理费用最高的费率之一。ProShares 表示,必须按这个比率收费,因为卖空内部基金承担额外的风险了。Rydex 的看空 ETF 的费用为 0.7%。

投资者需要注意,反向 ETF 不是投资组合中可以购买并储存 10 年的核心成分,这只是战略工具。ProShares 甚至表示,你不应该将所有的资金都投入到看空 ETF 中然后就撒手不管了。他说,这些工具只是在特定的时间适合于某些特定的投资者。你可以一直持有小型看空 ETF,将之作为一种对冲,然而在特定的时期,当市场下滑相当清楚的时候,应该避免大量持有该工具。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETF 期权

ETF 交易的另一个好处是让 ETF 期权交易成为可能。期权是一种衍生金融工具,它允许你买进或者卖出风险。这种转移风险的能力能够使投资者执行精密的对冲和交易策略,而这只需要支付直接拥有 ETF 份额时的一小部分费用。

期货是一种义务,与此相反,期权合约赋予了投资者在合同到期前按照指定价格购买或者出售证券的权利。期权有两种基本的类型:买权和卖权。买权(看涨期权,call)赋予其持有者购买证券的权利。你在"召唤"你的资产。卖权(看跌期权,put)赋予在期权到期前按指定价格出售证券的权利。你把合约给了其他人。期权购买者被称为持有者,而销售者被称为出售方。买权的持有者没有义务一定要去履行期权的义务,但是,如果持有者真要执行期权,那么期权的出售方就有义务按执行价格出售股票。

为了得到这样的权利,期权合约的买方需要支付期权费。期权费,即期权的不可退还的价格,只占合约总价值的很小的一部分。期权费的高低取决于投资类型、当前价格,以及期权距离到期日的时间。期权定价过程中,波动性也起到了一部分作用。股票的波动性越大,执行期权的机会也就越大。

期权费就像保险费,你每个月都支付费用来延续汽车保险。如果当月你没有出事故或者遭窃,那么那个月的保费就付诸东流了。你支付了"保护"费,却没有得到任何东西。但是,如果你撞了车,车需要大修,那么你就会得到多倍于保险费的赔偿金以弥补你修车的费用。

当市场朝着和预期相反的方向变动时,买权持有者损失了期权费。不管如何交易,期权的出售方都保留期权费。

期权吸引人的地方在于投资者不需要交付大量的资金。期权有杠杆效应,这是一种利用小于资产价值的投资获得巨额利润的能力。利润可能是初始投资的上百倍或者上千倍。当然,杠杆也有负面效应,很容易导致巨额损失。如果你认为市场会上涨,你可以购买 SPDR 买权、道琼斯工业指数基金(DIAmonds)买权,或者纳斯达克 100 科技股指数基金(Qubes)买权。期权赋予你按一定的价格购买 ETF 的权利,该价格被称

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为执行价格或者履约价格。

当标的物 ETF 的价格上涨时,买权就变得更有价值了。如果你买入了一份执行价格为 60 美元、购买 100 股先锋医疗健康 ETF(代码:VHT)股票的买权,那么当 ETF 的价格涨到 70 美元时,期权处于获利的状态。只要执行价格低于 ETF 的当前价格,就会处于获利的状态。这意味着,执行期权是有利可图的。更有利的做法就是按 60 美元买入 ETF,并在现在按 70 美元的价格卖出,然后在股票交易所按现在 70 美元重新买入 ETF,以期其价格继续上涨。

如果 ETF 的市场价格跌落到执行价格以下,比如 50 美元,那么你就处于期权虚值状态。在交易所购买 ETF 要比执行期权按 60 美元买入 ETF 更便宜。当期权的执行价格和 ETF 股票的价格相同时,该期权是平价期权。

对卖权而言,情况恰好相反。卖权,就像卖空一样,当标的物 ETF 价格下降时,卖权就会增值。但是,卖权的潜在最大损失仅局限于期权费,相比之下,卖空 ETF 的潜在损失是无限的。

当执行价格高于 ETF 的市场价格时,卖权是实值期权。如果你买了一份执行价格为 70 美元的先锋医疗保健 ETF 卖权,而 ETF 股票跌到 60 美元,那么该期权就是实值期权。你可以执行期权,按 70 美元卖掉,然后再按 60 美元买回来。如果股票价格涨到了 80 美元,期权就变成了虚值期权。按 80 美元出售 ETF 要比执行合约按 70 美元出售 ETF 更有利,按期权的执行价格出售 ETF 会让你损失 10 美元。

期权能让你直接投机于 ETF 的变动,你其实在赌在指定的一段时间内 ETF 会上涨或者下跌。期权还可以被用来对冲头寸。例如,你持有 ETF,并且在很短的时间内价格上涨了很多,你可以现在就把它卖掉,但是这样一来,你就需要支付短期资本利得税。你不想现在就把它卖掉,与此同时,你担心市场可能会下跌,拉低了你的 ETF 价格。那么你就可以购买卖权,如此一来,即使将来市场下跌,你也可以按照现在的价格出售 ETF,这样就保护了你的收益。期权能让你在广泛的市场下跌中确保自己的利润。

你现在可能下达了一份低于 ETF 交易价格几个点的止损委托。但是,如果市场下跌,触发了止损委托,那么你就得卖掉所有的股票,获得短

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期资本利得。期权可以使你在盈利的同时仍然持有股票。

在 SmartMoney.com 网站上,我解释了如何利用期权,将其作为赌市场上涨的一种途径,或者将其作为规避能源价格下跌风险的途径。

"现在我们就以道琼斯工业平均指数为例。周一,美林证券(Merrill Lynch)将广泛应用的平均目标从 11 300~11 500 的范围调升到 12 400~12 600 的范围。ETF 追踪道琼斯指数,你可以买 100 股 DIAmond 的十二月 100 买权,而不是购买 100 股 DIAmonds 信托。那一天,工业指数收于 11 643,DIAmonds 收于 116.56 美元。该期权赋予你——买权持有者——在 12 月份期权到期前按 100 美元购买 DIAmonds 的权利,期权的每股期权费为 18.70 美元,因此,选择 100 股 DIAmonds 期权会让你承担 1 870 美元的风险,而不是当时如果选择买 100 股 DIAmonds 所产生的 11 656 美元的风险。如果道琼斯指数反弹至 12 600,那么期权价值约为 2 600 美元,也就是 730 美元的利润,投资收益率为 39%。可以作一个比较,如果 DIAmonds 上涨到 12 600 美元,获得 944 美元利润,其收益率仅为 8%。这就是杠杆的力量(当然,如果道琼斯指数下跌,合约很可能到期而不被执行,你付出了 1 800 美元期权费,却什么也没得到)。

"期权也可以保护投资组合收益,起到像保险一样的避险(对冲)作用。假设你持有 100 股精选能源板块 SPDR 信托(代码:XLE),这是一个追踪一篮子石油工业股票的 ETF。尽管现在能源市场处于牛市,但你仍然担心今年夏天石油价格会下跌。你不想卖掉股份,因为你不想支付资本利得税。

"你可以通过购买卖权限定你的风险。(记住,卖权持有者有权利按照指定价格出售股票。)当天,XLE 收于 59.50 美元,XLE 九月 60 卖权期权费为每股 3.60 美元,总计 360 美元。如果石油价格下跌,XLE 下跌到 50 美元,ETF 股票损失 950 美元[(59.50-50)×100]。但是,如果你按 60 美元出售 XLE(卖权合约允许你这样做),然后再按 50 美元把股份买回来,那么你就赚了 1 000 美元。除去 360 美元的期权费,获得期权利润 640 美元,保护了大部分 ETF 下跌的利润损失。如果相反,XLE 上涨到 60 美元以上,那么你就损失 360 美元,这就好像你每年都交汽车保险费,以防意外。如果你想降低对冲成本,你可以按 0.55 美元(总计 55 美元)出售一份 XLE 九月 70 买权。这样,避险成本就降低到 305 美元。这样做

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的不足之处在于,如果 XLE 价格上涨到 70 以上,你就不能受益,因为你已经限定了你的最大收益为 70 美元。”

可以通过各种不同的策略提高期权的收益。所有适用于股票期权的策略也同样适用于 ETF 期权。但是期权交易并不简单。这里只是简要概述了期权向 ETF 投资者提供的各种可能性。

如果你想更多地了解期权,我推荐约翰·威利父子(John Wiley & Sons)出版社 1997 年出版的期权大师伯尼·谢弗(Bernie Schaeffer)的《期权顾问》。他是谢弗投资者研究的执行长官,出版了受人尊敬的期权简报——《期权顾问》。他有良好的投资记录,并且每天在自己的网站(http://www.schaeffersresearch.com)上提供市场评论和期权建议。

小结

ETF 中的“T”——交易,为它带来了很多优于共同基金的优点。即便你只一位遵循买入——持有战略的投资者,你也需要对交易有一个基本的了解,因为这是唯一购买和出售 ETF 的方法。

当然了,你也可以聘请财务顾问为你进行交易,但是这样就会增加一些费用。为了能真正享受到 ETF 的低成本效益,你应该自己进行交易。你最好通过折扣经纪人进行交易,这将最大限度地减少交易成本。

学习交易的基本原理为你构建自己的 ETF 投资组合做准备,我们将在第 10 章详细论述。学习交易策略,如卖空以及期权,会让你在创建资产配置以及利用市场趋势方面感觉更灵活。

ETF 交易的优点包括:

- 可以在一笔交易中购买多元化投资组合。
- 可以在最有利的时机购买基金。
- 流动性,快速买入卖出的能力。
- 可以卖空。
- 可以进行 ETF 期权交易。

ETF 交易的缺点包括:

- 股票经纪人佣金。
- 买卖价差。
- 当日交易的诱惑,或者重复性买入卖出股票。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们在前面不止一次地提过,ETF 相对于共同基金的另一个优势在于 ETF 交易可以卖空。卖空是一种赌 ETF 价格会下跌的交易。卖空比买入股票的风险更大,因为其潜在收益是有限的,而潜在损失是无限的,这一点本章的前面已经举了例子,如果你记不清了,可以再回过头去看看。

除了卖空某一指定的 ETF,现在还有了更多的选择。你可以通过购买 ETF,获得某些基准股指反向收益。ProShares 和 Rydex 投资是两家销售反向 ETF 的公司。他们还销售超短 ETF,给你两倍于被追踪指数的反向收益。

与卖空 ETF 相比,购买反向 ETF 的优点在于:

- 避免了无限损失的风险。
- 购买、出售或者寻找反向 ETF 的股份几乎没有困难。
- 不用设立保证金账户。
- 不用为借入的股票支付利息。
- 很容易做对冲。
- 卖空 ETF 的动机是每天从指定指数反向业绩表现中获利,而不是长时间要求反向。

ETF 交易的另一个优点是可以提供期权。期权是衍生工具,可以让你买入或者卖出风险。这种风险转移功能可以让投资者进行精准的对冲和交易策略,而这只需要支付直接拥有 ETF 中所持有的股票时的一小部分费用。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10

构建自己的ETF组合
Building Your Own ETF Portfolio

构建一个自己的投资组合吧！这是利用ETF优势的最佳方式。

雇佣投资顾问自然会增加一层费用，而且有时候，你很难确定你所付出的资金会得到什么样的服务和回报。如果通过本书你掌握了这些内容，那么毫无疑问，你就可以构建一个自己的投资组合。

你已经清楚了ETF和共同基金之间的区别，知道相对于进行单只股票的投资，ETF投资要更好一些，因为这样你就可以获得具有灵活性和税收效率的分散化的证券，而不必承担单只股票的投资风险。单笔交易上的多样化使ETF的花费远低于购买个股，并且通常要比购买共同基金更便宜，更有税收效率。你清楚你可以投资于其他的资产类型，如同投资股票或者债券ETF一样容易。

现在是时候很好地利用这些信息建立自己的投资组合了。虽然我可以推荐某种投资策略，但你可能会根据自己的喜好和所掌握的知识确定持有ETF的时间长短和方式。你还必须自己确定适宜的风险金额。正如标题所说的，本书是关于长期ETF(投资)问题的，这意味着购买并长期持有。买入投资，将其放置一边，让其成长，不要每天都盯着股票市场。买入—持有策略的主要优势在于它不会产生大量的交易成本，而且你永远不必担心在市场上升期被挤出市场。由于在过去的一个世纪里，美国市场一直处于稳步上升的发展过程中，因此，认为市场走高的投注是一个精心计算的赌注。

当一个公司得到成功地发展时，其股票也会成功地增长。通过持有和再投资你的股票指数发放的股息，你可以增加你所持有的股份，进而看到其价值的增长，进一步增加其价值。

买入—持有策略并不等同于买入并遗忘。一定要记住：过去的结果并不能保证未来的回报。这意味着，即使在过去的一个世纪里，股票市场

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都是走高的,但是也不能保证其未来也会如此。

所有投资都经历过下跌的时期。有时候这种下跌会持续几个月,有时候可能延续几年。我不主张进行市场时间选择(择时交易),但是了解市场以及外部世界的情况,看看它们是如何互相影响的是有好处的。有时候远离利润是一个非常好的想法。如果经济环境变化了,应重新评估你的资产配置情况,并降低股票的风险暴露。ETF 的优势在于 ETF 为投资者提供了可以利用股市上涨和下跌获利的产品和机会。

本章将介绍一些关于如何构建一个投资组合,以及一些复杂的、更精密的策略的具体建议。因为我不是一个职业的资产管理者,因此本章关于构建投资组合的问题,我请教了一些专家。金融专业人士很少向广大消费公众提供他们的投资组合,因为他们是要凭借构造的这些组合获得报酬的,所以我非常感谢他们的贡献。这其中,有一些是备受尊敬的投资组合经理,另一些是我文章中所使用的信息来源的人和公司。他们都有着丰富的 ETF 经验。我对任何一种策略都没有偏见,他们都是我尊重的人。

凯利资本管理公司的詹姆斯·凯利(James Kelly)给出了一个非常详细的确定风险承受能力的途径。接下来我会为保守的投资组合、温和的投资组合以及激进的投资组合概述基本的资产配置策略,这些都是精确的资产配置,因为它们将资产分配拆分到包括股票和债券在内的较小类别的资产配置上。

敏捷投资公司(Agile Investments)的 J. D. 施泰因希尔伯(J. D. Steinhilber)为因退休储蓄动机而"买入—持有"的投资者创建了三个易于建立的战略资产配置——保守型、温和型以及激进型资产配置。该组合利用一些战略 ETF 组合的优势,获得一个更多样化的市场暴露。这些创造性的模型与第一套投资组合相比相当不错,即使两个具有相似的股票债券比率、相似投资策略的投资组合,也可以按照不同的方式进行构造。

然后,我介绍了两个偏离了经典的美国股票和债券的投资组合的例子。ETF 指导网站(ETF Guide. Com)的罗恩·德里格(Ron DeLegge)提供了反转福克斯组合,这是一个很巧妙的资产配置,成为一个如何构建异于常规思维的投资组合的典型例子。最后,波顿·马尔基尔(Burton Malkiel)提出了一个完全针对中国经济进行投资的投资组合。这些投资

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

组合的风险性都要大于典型的战略资产配置的风险。

总之,这些例子显示出很多关于 ETF 如何为投资者构建一个包含各种可能性的投资组合的机会。

最简单的投资组合

最早也是最直接的投资组合涵盖两种投资,或是三种投资。

第一种投资就是针对整个股票市场的 ETF,如道富银行全球顾问推荐的 SPDR DJ 威尔希尔整体市场指数基金(代码:TMW),该 ETF 跟踪道琼斯威尔希尔 5000 指数。第二种投资是追随 10 年期美国国债的 ETF,如先锋全债券市场 ETF(代码:BND),它追踪雷曼美国综合债券指数——一个被广大公众用来衡量美国政府和企业债券投资等级的指标。这些债券的期限都超过 1 年,平均期限为 5 ~ 10 年。

这个组合的风险相当低,可以根据年龄调整投资比率,你所持有的固定收入证券的比率等于你的年龄。一个 10 岁的人很快就可以从金融灾难中得到恢复,可以承担最大的风险,因此,可以按 10% 债券与 90% 股票的比率组成投资组合。一个 40 岁有房子、有孩子、有学费和退休金付款压力的人应该将其投资组合中的 40% 投资于债券,60% 投资于股票。此时你还年轻,足以承担一半以上的投资组合风险,但因为你保守,所以金融灾难会给你带来很多损失,但不会让你彻底破产。接下来,当你 70 岁的时候,你不知道自己还能不能活到 90 岁,你仍然要承担一些风险来增加财富。但因为你已经不能工作了,所以你需要确保有足够的资金进行生活。这就要求你的投资组合中,至少有 70% 投资于债券,30% 投资于股票。

如果你喜欢这种简单的投资组合,你就不必继续阅读了,但这种投资组合很可能是不够用的。

风险估测

詹姆斯·凯利是费城凯利资本管理公司的总裁。2001 年,他是第一批为客户提供 ETF 投资组合的资产管理者。凯利的信用非常好,因而总有新客户找他投资,他也总会非常友善地给出构建投资组合的见解。以下一些内容是他设计的要求你来回答以确定你所能承受的风险程度,然

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后为你确定最佳投资组合的问题。

这些问题是一个职业的资金管理者在帮你构建投资组合时会问到的问题。如果你决定自己构建一个投资组合,这些问题可能会帮你避免作出灾难性的投资决策。

我能投资多少,这些投资会被列在应税账户下吗?

最好把纳税最多的证券放到免税账户里,如个人退休养老账户(IRAs)、401k 计划或者税盾。这些证券包括应税债券和高收益证券。预计会在 1 天到 12 个月内出售的证券必须列在免税账户中。如果这些证券被列在应税账户里,那么投资的资本利得收入会像普通收入一样,按基本税率缴纳税款。

除非你的税率等级非常低,税后收入与你所在州的市政债券的税后收入一样好,否则,免税债务应该在应税账户中持有。换手率比较低的资产及很长一段时间内不会抛售的资产应被列入应税投资组合中。出售该资产,会被征收一个比较低的资本利得税,目前,这个税率是 15%。

什么是风险承受能力?

在投资组合中,想获得盈利就必须承担风险。风险承受能力的第一个变量是投资的时间范围。多长时间之后你需要这笔资金?你能锁定该笔资金吗?如果投资很不顺利,你还能进行长期投资吗?

- ● 你能至少投资三年吗?
- ■ 如果答案是否定的,不要投资于市场价值波动的证券,如股票和债券。凯利建议将这些资产放在货币市场账户以及存单上。
- ■ 如果答案是肯定的,那么就可以投资于市场价值波动的证券。
- ● 为什么要进行投资?是为了退休、子女的教育、房子,还是其他主要购买需求?
- ■ 投资的时间越长,越要利用风险性资产,如可以投资于股票 ETF,而不是债券 ETF。

我需要什么样的流动性?

衡量风险承受能力的第二个变量是流动性。不仅要考虑多久之后你有资金需求,而且还要考虑现金流需求。你期望多久从你的投资中提款一次?你是立即将其变现还是定期变现?流动性是衡量资金速度的指

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

标。股票的流动性好于存款单,不过,在需要出售股票时,可能会遭受损失。在确定投资方式时,流动性是一个很重要的部分。

- ● 在未来三年内,你有花光或者花掉大部分的资金的需求吗?
- ■ 如果答案是肯定的,那么不能投资于风险资产。
- ■ 如果答案是否定的,那么可以投资于风险资产。
- ● 如果从投资中往外提款,你怎么提?
- ■ 根据需要提款,如在临时需要时,小笔地整笔提取。
- ■ 定期提取,如从个人退休账户中,每年提取所需的款项。
- ■ 像养老金一样,按月提取。如果是这样,固定收入型的 ETF 可能有助于生成平稳的现金流。
- ● 你会受到什么样的法律限制?例如,信托只能支出收入,对本金有限制。

如果你从没有从投资组合中提取资金的想法,那么将所有资产投资于风险资产是很恰当的。慈善机构捐款就是一个很好的例子。

如何看待损失?

显然,没有人喜欢亏本。如前所述,风险是衡量亏损的可能性,风险也是衡量投资组合可能经历的波动性程度的指标。只有通过波动,投资组合才能有较大的增长。波动性越大,上下移动的就越大。风险性投资就是波动性较高的投资。承担较大风险的投资者意味着有获得丰厚回报的潜在可能性,然而,较大的风险同样意味着资产价值大幅下跌的巨大潜力。

确定你的风险承受能力的最好方法是睡眠的因素。简而言之,当你的投资组合遭受巨大损失的时候,你还能睡得着吗?你能容忍一年内投资组合价值在 5%、10%、15%、20%,还是更多的范围内波动?你会在市场低迷期间坚持到底,而不神经紧张激动吗?你的风险承受能力越大,在 ETF 中股票使用比率就应该越高。

- ● 你在寻求一个长期的通货膨胀避险工具吗?这种情况下,股票和房地产 ETF 是最好的通货膨胀对冲工具。
- ● 你有每天都查看投资或者不经常查看投资的倾向吗?好奇心是好的,但是如果你是一个神经紧张的人,那么不要在股票、商品或者房地产导向的 ETF 上投资太多。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 电视上财经节目中的评论人员影响你了吗？这些人都是表演者，照着他们说的做。

什么是税收敏感度？

显然，没有人喜欢纳税，但有些人却十分疯狂地在为投资收入缴税。如果你持有长期投资很多年了，你可能累积了很多收益。而一旦实现这种收益，政府便想要得到一部分。因此，必须将出售资产后缴纳的税款因素纳入所有的策略中。

- 你有大量的未实现收益的低成本证券吗？你有以员工身份获取多年的公司股票吗？如果是这样，那么你需要将低成本的股票投资转换成以 ETF 为基础的投资组合策略，建立一个税收预算来限制每年已实现的收益。
- 你继承了一份被附加了感情依赖的证券了吗？比如，父母或者配偶给你留下了一些股票，你对它们依依不舍。
- 你有限定每年愿意支付的资本利得税的比率了吗？一般来说，将投资组合市场价值的 10% 作为已实现的收益是比较合理的限定。
- 用于支付税款的资金来自何处？应该用投资组合支付其税款。投资组合需要保持充足的流动性，来应对按季度估计的国税税款和所在州税收部门的税款。

做好准备工作

ETF 的供应商会向你提供很多免费资料，所以你可以多看看他们的网站。本书附录中列出了可用于查找信息和进行研究的网站列表。

有些网站提供了风险承受能力的评估标准，并建立了模拟投资组合。一般来说，应该尽可能找到你的最大风险承受度，并进行长期投资。在风险承受度上下大约 5% 的范围内，构建一个长期的目标资产组合。如果该组合超出了你的风险承受范围，那么每个季度重新调整一次投资组合。

凯利劝告我们，如果你的风险承受能力还没有差到极点，那么，不管你的年龄多大，都至少要将资产的 70% 投资于股票。通常对大多数投资者而言，最低 10%。最高限制在 30% 的外国股票 ETF 投资是非常适宜的。新兴市场股票 ETF 投资的回报最大，但是与股票 ETF 发达市场相比，其波动性很大。

通过 ETF 的房地产投资或者通过特定的房地产信托投资基金

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(REITS)投资应当限定在资产的10%,这样就会降低5个百分点的股票投资策略,以及如果有固定收入证券投资,那么降低5个百分点的固定收入证券投资。

商品属于一种挥发性资产类型,对大多数个人投资者而言,10%投资于商品ETF的风险承受度较普遍。这一比重进而又将股票投资策略降低了10个百分点。

仅包含股票投资的激进投资组合样本,可能会将70%投资于国内股票ETF,30%投资于新兴市场股票ETF。

平衡比率后的激进投资组合样本,可能会将60%投资于国内股票ETF,15%投资于新兴市场股票ETP,10%投资于房地产ETF,还有15%投资于债券ETF。

遵守纪律

什么是纪律?纪律就是一种能够使你在强大的逆市中坚持自己投资原则的能力。每个人都可能有一个很好的策略,纪律就是一种即使市场的发展对你不利,你仍然坚持原有投资策略的能力。无纪律的人会退出市场,拿回资金,然后再在一个完全错误的时间将资金重新投入市场。

多数人在市场刚刚开始下滑的时候并不出售资产,相反,人们往往是经历了几个月的资产价格下滑,盼望市场能够扭转,进而达到盈亏均衡后再出售资产。然而,市场的继续下滑使损失的痛苦超越了一切,投资者最后卖掉了投资组合。通常情况下,这是接近市场底部的时候,投资者应该买入投资组合,这样就可以走出底部,而不是在最终上涨的时候进行投资。通常投资者不相信市场反转是可持续的,直到市场向投资者证明这种反转确实会持续发生之前,投资者都不会轻易动用自己的资金。因为如果这个时候他投资,那么他很可能要付出更高的价格。这就是说,当市场上涨时,投资者买入的可能性反而增加。

- 成为一个厚脸皮的人,不要对市场价值的短期剧烈变化产生过度反应。
- 通过重新平衡你所选择的ETF组合以及所代表的资产类别,进行风险控制。
- 总结为什么有些事情朝好的方向发展,有些事情朝坏的方向发展。不要频繁地改变资产组合目标。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

战略和战术资产配置

两种常见的策略是建立投资组合的战略资产配置(SAA)和战术资产配置(TAA)。根据投资百科知识,战略资产配置是一种确立和遵循某个“基础政策组合”的方法。战略资产配置是一个以每一类资产的预期收益率为基础建立的资产比率组合。由于在一定的市场条件下,资产价值会发生变化,因此,需要不断地对投资组合进行再调整,以符合政策。例如,从历史数据来看,股票的年收益率为10%,而债券的年收益率为5%,则50%股票和50%债券组成的组合其年预期收益率为7.5%。

假如你的战略资产配置比率是60%的股票,40%的债券,该组合可以进一步细分成许多不同的股票和债券ETF。一旦你研究了基金,并且确立了资产配置,购买了组合,并且持有该组合,那么这就是一种被动的策略。

在这一年里,对投资组合中的所有ETF比重进行调整的过程中,比率的变化取决于市场的表现。在特定的时间结束期,通常为公历年,投资者重新平衡投资组合,使其恢复到战略资产配置的原始比率。大多数人都会等到年底才会重新平衡投资组合,使其恢复到原始的配置比率。例如,假设你的投资组合含有75%的股票和25%的债券,接下来的一年里,你加大对基金和股票市场的投入,使组合中股票配置的比率上升到85%,债券的比率下降到15%。为了恢复之前适当的75%的配置比率,你需要出售一些股票ETF,然后利用出售股票ETF获得的资金买入足量的债券ETF,使债券配置比率恢复到模型所设计的25%的比率。

重新平衡是将你的模型保持在一个适当的风险水平上的方法,此外,它也是一个从做得较好的投资中获得利润,同时也买入不那么受欢迎的投资份额的有效方法,尤其是当这些不受欢迎的投资被严重打压、交易价格十分便宜的时候。这是一种系统性的、有效的强迫自己低买高卖的策略。

战略资产配置策略是相对刚性的,但对很多人来说,该策略确实起到了作用。人们构建自己的投资,然后进行正常的日常生活。然而,经济条件往往更偏爱某一个资产类别,进而创造了异常的投资机会。在战术资产配置中,投资组合不是被动的,投资者或者资产管理者,利用战略组合

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进行短期的战略多样化投资,充分利用了这些投资机会。

根据投资百科知识,战术性资产配置可以被描述成一个适度积极的策略,因为这种灵活性为投资组合增加了一个市场时机因素。战术活动可以使你精确地转向和退出资产类型,这使得资产管理者能够利用"资产类型间证券的错误估价"来增加投资组合的价值,同时减少投资组合的风险性。

相对于常规的战略性资产配置而言,战术性资产配置(TAA)需要更多的工作和纪律,因为当短期投资机会消失时,必须重新平衡投资组合,使其恢复到原始的长期战略资产配置状态。这样的投资策略对个人投资者来说是困难的,同时该策略也会增加交易费用。

利用共同基金创建资产配置的一个最大的问题是你永远不会真正知道共同基金购买了什么,所以你永远不会真正知道你所面临的风险暴露程度。ETF 避开了这一切。因为 ETF 的透明性,所以可以进行不可思议的风险管理,因为 ETF 为建立十分精确的战略配置提供了条件。

你可以按照模型精确地建立投资组合,或者利用组合作为一个发射点,随意在配置中添加其他的 ETF,适当调整模型的股票与债券的基础配比。

经典的保守投资组合

如果一个投资组合的权益分配比率小于 50%,那么该投资组合就是一个保守的投资组合。在这种情况下,保守不是一种政治哲学,而是一种投资。保守的投资者回避风险,十分在意不失去本金投资的每一分钱。许多人依靠其组合获得的收入而过活。

在这样的投资组合下,战略资产配置比率是 40% 的权益,不包括房地产信托。对一个有着相当低的风险承受能力的人来说,该比率是合理的。组合大部分被用来投资债券,大约有 51% 的比率,除非你接近退休的年龄,否则持有股票的比率可能太少了。但是,保守的投资组合仍很值得研究,因为它为后面更积极的投资组合奠定了基础。

最后的 9% 可以用来购买持有房地产 ETF 或商品 ETF 投资,本例子中,组合不会进行商品 ETF 投资,因为费率约为 0.5% ~0.6%,对投资组合来说,成本太高了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票 首先要确定股票投资组合中多少投资于国内股票,多少投资于国外股票。一旦确定了国内股票配置比率,许多投资者就会选择寻找精确的投资策略,按公司规模将国内的股票划分为三种 ETF:大型股、中型股和小型股。每一个类型都有不同的行为表现,并且都有各自的优势。小型股通常会导致牛市,而在市场动荡期,大型股通常表现比较好,在价格防守中占有有利位置。

将股票和债券按照这种方法进行划分的另一个原因是为了进行战术资产管理。这样就使得投资者或者资产管理者在投资组合管理过程中变得更积极,他们可以通过战术调整增多或者减少个体部分的比率,抓住市场机会。例如,如果小型股的表现优于大型股,可以降低投资组合中大型股的比重,降低 5 个百分点,同时,可以增加小型股的比重,增加 5 个百分点。表 10 - 1 所示的三种投资组合根据不同的来源给出了配置建议。表 10 - 1 显示了股票比率占 40% 的经典的保守投资组合。

- 在战略资产配置(SAA)中,以标准普尔存托凭证(代码:SPY)形式存在的大型股票所占比重为 15%,该指数遵循着战局美国股票市场大约 75% 的标准普尔 500 指数。
- 先锋中型股指数(代码:VO)形式的中型股占投资组合的 5%,该股指基金遵循着包含了 450 种股票,涵盖 15% 美国股票市场的 MSCI 美国中型 450 指数。
- 以 iShares 罗素 2000 基金(代码:IWM)为形式的小型股占投资组合比率的 6%,该基金遵循着代表了小型部门基准的罗素 2000 指数。罗素 2000 指数包含了 2 000 家最小的公司,即罗素 3000 指数的 10%。
- 投资组合中,国际部分的比率为 14%,使美国基准与国际市场——MSCI EAFE 接轨。这里采用了 MSCI EAFE 指数(代码:EFA),该指数包含来自欧洲、澳大利亚和远东在内的 21 个国家的 1 100 种证券。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 10－1　　经典的保守型投资组合(40%的权益)

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
美国大型股票	标准普尔存托凭证	SPY	15%	0.08%
美国中型股票	先锋中型股 ETF	VO	5%	0.13%
美国小型股票	iShares 罗素 2000 基金	IWM	6%	0.2%
外国股票	iShares MSCI 欧澳亚远东指数基金	ETF	14%	0.34%
所有美国股权			26%	
所有外国股权			14%	
所有股权合计			40%	
短期美国债券	先锋短期债券 ETF	BSV	32%	0.11%
长期美国债券	先锋长期债券 ETF	BLV	4%	0.11%
公司债券	iShares 雷曼信用债券基金	CFT	5%	0.2%
通胀调整债券	iShares 雷曼 TIPS 债券基金	TIP	10%	0.2%
固定收益证券合计			51%	
美国房地产	先锋房地产资产投资信托基金指数 ETF	VNQ	9%	0.12%
其他投资工具合计			9%	
平均费率				0.17%

固定收入证券　投资组合中的非权益性部分主要包括房地产、短期与长期国债企业债券以及财政通货膨胀保护证券,简写为 TIPS。这些 TIPS 是用来调整投资者的本金和利息支付,用于投资者的通货膨胀防范措施的政府债券。固定收入指的是债券,这意味着这些资产以利息的方式获得稳定的现金流,利息被称为收入。

- 5 年以内的短期债券,相对长期债券而言,其风险较低,短期债券的比重占整个投资组合的 32%。先锋短期债券 ETF(代码:BSW)是一种很好的选择,它跟踪美国的基准指数,雷曼 1～5 年美国政

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

府、信用指数,该指数包括所有大型、中型公开发行的美国政府债券、投资级公司债券,以及期限一般为1~5年的投资级国际美元标价债券。平均来看,短期债券的期限不能超过3年,一般为2年。ETF包含大约700种证券。

- 通常期限为10年以上的长期债券,先锋长期债券ETF(代码:BLV),跟踪雷曼长期美国政府信用指数,占投资组合比重的4%。
- iShares雷曼信用债券基金(代码:CFT),跟踪与之同名的指数,占有5%,该指数是用来衡量期限为1年以上的公司债务的投资等级以及非美国代理债券的投资等级的。
- iShares雷曼TIPS债券基金(代码:TIP),占到SAA的10%。

其他投资 一个应用很广的房地产ETF,像先锋房地产投资信托基金指数ETF(代码:VNQ)占投资组合的9%。它遵循MSCI US REIT指数,包括了大约整个美国房地产投资信托(REIT)市场价值的三分之二。该基金资产的98%是投资于REIT股票的,剩余的资产以现金方式存在。在当前房地产业的形势下,投资者最好能将这部分配置换成商品基金,如德意志银行DB商品指数基金(代码:DBC)。

经典的温和投资组合

在该投资组合中,股票投资占战略资产配置中的60%,固定收入证券占29%,而房地产类证券占11%,该策略使用了相同的ETF,只是分配比率不一样。(见表10-2)

表10-2 经典温和的投资组合(60%权益)

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
美国大型股票	标准普尔存托凭证	SPY	24%	0.08%
美国中型股票	先锋中型股ETF	VO	8%	0.13%
美国小型股票	iShares罗素2000基金	IWM	9%	0.2%
外国股票	iShares MSCI欧澳亚远东指数基金	ETF	19%	0.34%
所有美国股权			41%	
所有外国股权			19%	

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
所有股权合计			60%	
短期美国债券	先锋短期债券 ETF	BSV	17%	0.11%
长期美国债券	先锋长期债券 ETF	BLV	7%	0.11%
公司债券	iShares 雷曼信用债券基金	CFT	5%	0.2%
美国房地产	先锋房地产资产投资信托基金指数 ETF	VNQ	11%	0.12%
其他投资工具合计			11%	
平均费率				0.16%

- ETF 40 投资组合中,标准普尔存托凭证信托从 15% 增长到 24%。
- 先锋中型 ETF 从 5% 增长到 8%。
- iShares 罗素 2000 从 6% 增长到 9%。
- 国际部分的比重也增加了,iShares MSCI EAFE 指数从 14% 增长到 19%。
- 房地产投资部分,先锋 REIT ETF 从 9% 增长到 11%。
- 在固定收入中,先锋短期债券 ETF 的比重从 31% 降到了 17%,几乎下降了一半。
- 先锋长期债券 ETF 因为期限长,所承担的风险大,所以其投资比率由原来的 4% 增长到 7%。
- iShares 雷曼信用债券基金保持在 5% 的水平不变。
- iShares 雷曼 TIPS 债券基金彻底从资产组合中除去了。

经典的激进投资组合

激进的 ETF 投资组合(如表 10 - 3 所示)运用与前两个组合中一样的 ETF 基金,持有 80% 的权益,10% 的固定收入,还有 10% 的房地产基金。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 10-3 经典激进的投资组合（80% 的权益）

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
美国大型股票	标准普尔存托凭证	SPY	30%	0.08%
美国中型股票	先锋中型股 ETF	VO	13%	0.13%
美国小型股票	iShares 罗素 2000 基金	IWM	13%	0.2%
外国股票	iShares MSCI 欧澳亚远东指数基金	ETF	24%	0.34%
所有美国股权			56%	
所有外国股权			24%	
所有股权合计			80%	
短期美国债券	先锋短期债券 ETF	BSV	5%	0.11%
长期美国债券	先锋长期债券 ETF	BLV	3%	0.11%
公司债券	iShares 雷曼信用债券基金	CFT	2%	0.2%
固定收入证券合计			10%	
美国房地产	先锋房地产资产投资信托基金指数 ETF	VNQ	10%	0.12%
其他投资工具合计			10%	
平均费率				0.16%

- SPDR 基金配置的比率从温和型投资组合占比的 24% 上升为 30%。
- 先锋中型 ETF 涨到 13% 的比率。
- iShares 罗素 2000 的占比涨到 13%。
- iShares MSCI EAFE 指数涨到了 24% 的比率。
- 房地产投资部分，先锋 REIT ETF 从 9% 增长到 11%。
- 与此同时，在债券的比重中，先锋短期债券 ETF 比重从 17% 降到 5%。
- 先锋长期债券 ETF 的比重从 7% 跌落到 3%。
- iShares 雷曼信用债券基金保持在 2% 的水平。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

基础投资组合

一位早期全 ETF 投资组合的采用者——J. D. 施泰因希尔伯的贡献在于为这本书提供了一系列的投资组合模型,这些模型非常直观,简单易懂,易于组合。大多数的投资者都可以使用这些模型作为自己投资时的基础,或者完全按照模型操作。

先前,一个投资银行家在纳什维尔,田纳西州的地区性银行 J. C. 布拉德福特事务所(Bradford & Co)做企业融资工作。2001 年,施泰因希尔伯开设了自己的资产管理公司——敏捷投资,随着互联网泡沫的破碎,股票市场完全进入熊市阶段。

随着 iShares 的推广,施泰因希尔伯决定永远不再用单个的公司股票为客户进行投资组合,而只用 ETF 为客户进行投资组合,并将之确定为立业之道。偶然有一次,他把基金加到了 ETF 里面,当他这么做的时候,他选择了一个能让投资组合管理者更自由的增加基金财富的基金。

纳什维尔投资顾问喜欢 ETF 的透明度,认为 ETF 利用广泛的指数很好地反映了市场情况,并且费率低,这是一个构建养老、应急存款的最佳方式。但是他没有让敏捷投资公司无所事事,尽管他采用的是消极型的投资工具,但是他采用了一种被称为战术性资产配置的积极管理风格,这意味投资组合是流动的。

根据不同的经济背景以及不同类型的资产的基础水平,他重新评估了市场上的不同部分,利用当前的市场条件,调整了资产配置。该策略似乎有效果,2002 ~ 2007 年,相对于标准普尔 500 指数每年平均 6% 的收益率而言,利用激进模型投资的组合的年平均收益率达到了 9.9% 。

施泰因希尔伯在对自己的客户收取费用时仍坚持低费用的信念,要求客户在其公司的最低投资额为 25 万美元。其收费十分合理,对于最低投资规模的投资组合,收取 0.6% 的费用,随着投资组合规模的增大,该费用比率逐渐降低。

我请求他设计三个基本的投资策略,以便典型的购买并持有长期投资组合的投资者可以利用该策略作为投资基础。这些模型是保守型、温和型和激进型投资策略,这些策略适合于为退休而储蓄的投资者。

所有这三款模型都适合一般的投资者。所有的 ETF 都具有较好的

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

流动性,平均费率非常低,两种债券基金和国内房地产投资信托基金(REIT)只收取0.11%的手续费,ETN收取0.75%或者0.85%的手续费,而且通过该项投资还可以获得税收效率。选择哪个模型,取决于你的风险承受程度。

就像经典的投资组合一样,敏捷投资公司所提供的买入——持有投资组合是一种战略资产配置,只是该策略的想法抽象一些。与将资金分成几个部分购买不同规模的公司的股票的方法不同,施泰因希尔伯购买了整个市场指数,因此,可以充分利用ETF所提供的创造性战略。

经典和基础模型基本上都是由股票和债券构建的投资组合,将敏捷的投资组合与我们上一节讲到的投资组合进行比较,可以为我们提供一个很好的机会,让我们可以看出在风险承受度和战略资产配置相似的情况下,两种投资组合完全不同的构造方式是如何实现的。

ETF保守增长模型

该模型适用于风险承受力极低的投资者,这些投资者可能对股票市场的变动非常警惕,或者非常关注保本问题。通常,那些接近或者刚刚步入退休阶段的人可能会喜欢这个模型。保本似乎是压倒一切的主题,但投资组合中,权益性的部分提供了一些捕捉股票市场中存在的额外收益的可能性。(见表10-4)

表10-4　　敏捷投资ETF保守增长模型(40%的权益)

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
美国股票——广泛市场	先锋大型股指数基金	VTI	15%	0.07%
美国股票——股息	iShares道琼斯精选股利ETF	DVY	5%	0.4%
美国股票——对冲购买权(Covered Call Writing)	iPath CBOE标准普尔500买卖指数ETN	BWV	5%	0.75%
外国股票	先锋富时美国以外的全球ETF	VEU	15%	0.25%
美国股权合计			25%	
外国股权合计			15%	
股票总计			40%	

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
短期美国债券	先锋短期债券 ETF	BSV	25%	0.11%
美国整体债券市场	先锋总债券市场 ETF	BND	20%	0.11%
固定收入证券合计			45%	
美国房地产	先锋房地产投资信托 ETF	VNQ	3%	0.11%
国际房地产	标准普尔 DJ 威尔希尔国际房地产 ETF	RWX	3%	0.59%
能源 MLPS	BearLinx Alerian MLP 精选指数 ETN	BSR	3%	0.85%
多样化商品	要素关联 Rogers 国际商品指数总收益 ETN	RJI	3%	0.75%
黄金	道富财富黄金指数基金	GLD	3%	0.4%
其他投资合计			15%	
平均费率				0.34%

根据施泰因希尔伯的说法：

这个投资组合适合于愿意承担市场风险和波动性的投资者，该组合是传统稳定型投资组合的典型代表。资产类别比重可能会因为所采用的战术资产配置方法不同而有所不同，同时还会采用其他资产类别，如房地产投资信托或者贵重金属投资。该投资组合恰当的比率基准是60%的股权和40%的固定收入。

投资组合分割成以下几个组成部分：

股票：40%；

固定收入：45%；

其他投资：15%。

下面我将作详细介绍。

股票 投资组合的股票部分是由4只ETF构成的，其中3只是国内

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的 ETF 和 1 只是国外的 ETF。

施泰因希尔伯首先从运用先锋大型股指数基金(代码:VTI)着手,该 ETF 追踪 MSCI 美国大型股的指数,该指数代表了按照市值计算所有在美国股票市场上交易的 99.5% 的普通股。

先锋大型股指数基金占投资组合比重的 15%,该 ETF 所提供的 0.07% 价格几乎是全美股票市场上最便宜的价格,即每投资 1 000 美元只需要交 70 美分的手续费,这肯定是市场上最便宜的 ETF。施泰因希尔伯喜欢它是因为其低廉的成本以及广泛的多样化。该组合与标准普尔 500 指数有很高的相关性,再加上小型股和中型股部分的市场。

他补充说,你不需要在一个投资组合中有太多移动的碎片。当使用单一的 ETF 时,所有切片和碎片会冲淡个体成分的影响,并产生一个更低的费用。

此外,施泰因希尔伯喜欢的先锋使用了“全复制策略”而不是“代表性抽样策略”来模拟指数。ETF 的目的是复制其所追踪的指数的表现。

指数的表现与 ETF 收益之间的差别被称为追踪误差,如果 ETF 和指数持有完全相同的证券,则追踪误差应该完全等于费用比率,仅此而已。但是,如果 ETF 持有量与指数持有量之间的偏差越大,则追踪误差也就越大。

例如,先锋大型股市场 ETF 持有 3 607 只股票,而 MSCI 美国大盘指数持有 3 807 只股票,中间差了 200 只股票,这样,就只有 5% 的差别。所以 ETF 记录了 95% 的指数。道富环球投资公司推出 SPDR 道琼斯威尔希尔大型股 ETF(代码:TMW)的目的是建立一个能与道琼斯威尔希尔 5000 指数的收益有紧密联系的基金,然而,该 ETF 只持有 1 012 只股票,相对于 5 000 来说,总共只有 20% 的可能性。

这可能会导致一个相当大的跟踪误差。截止到 2007 年 9 月 30 日,为期 12 个月的先锋大型股市场盈利了 14.97%,而 MSCI 美国大型股指数盈利 15.03%。在同一时期,SPDR 道琼斯威尔希尔大型股 ETF 上涨了 16.40%,而道琼斯威尔希尔 5000 指数盈利 16.97%。因此,先锋大型股市场的追踪误差只有 0.06%,也就是 6 个基点,这样比费率低 1 个基点。(100 个基点等于 1 个百分点。)

与此同时,SPDR 道琼斯威尔希尔大型股 ETF 的追踪误差为 57 个基

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

点(0.57%),与20个基点的费率相比,其追踪误差是其费率的3倍,而与先锋大盘股票市场相比,其追踪误差高出后者51个基点,即超过半个百分点。如果只持有股指的20%进行追踪,很可能其他的80%获得了较好的收益。

需要承认,SPDR道琼斯威尔希尔大型股ETF 12个月的表现优于先锋ETF,领先了1.43个百分点,这是因为道琼斯威尔希尔5000指数的年度表现好于MSCI指数。然而,在这里,哪个指数表现得更好不是根本问题,重要的是,当你购买ETF时,你希望它能尽可能地接近你所选的指数。如果不是这样,你就会受到损失。

在"全复制策略"中,与ETF持有很少的指数成分相比,ETF持有所有或者说接近于所有的指数成分时,投资者相应地就会得到一个最小的追踪误差。而且,就像交易成本一样,跟踪误差是收益的拖累,误差越大,收益越小。

当问及为什么喜欢先锋大型股ETF,而不是SPDR大盘股市ETF时,施泰因希尔伯说:"先锋已经做了很长一段时间了,他们知道如何管理指数基金,所以我相信他们,并且费率是最低的。为什么要把事情复杂化呢?"

事实上,先锋的ETF与先锋的指数基金不是截然不同的基金,它们目前同属于一家公司,EFT是原始共同基金的一个股份类别。

施泰因希尔伯的ETF保守增长投资组合国内权益部分的下一个构成要素是iShares道琼斯精选股利ETF(代码:DVY)。这5%非常适合保守的投资者,因为相对于其他股票投资而言,派发股息的股票会给投资者带来更多的当期收入,而且通常其波动率要低一些。

投资组合国内权益部分的最后一个构成要素是交易所买卖票据iPath芝加哥期权交易所标准普尔500买卖指数(代码:BWV),占投资组合的5%。芝加哥期权交易所标准普尔500买卖指数通常被称为BXM指数,它是衡量对标准普尔500指数进行"买卖",即"对冲购买权"策略总收益率的指标。指数包含一个假想的购买标准普尔500所有的普通股的投资组合,然后每个月出售在芝加哥期权交易所(即CBOE)上市的平价或者轻微虚值的标准普尔500指数买权。该期权抵消了多头投资组合,因此,指数的收益主要来源于出售买权所得到的期权费。之所以被称为

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

买卖,是因为你买入了股票,然后出售了该股票的买权。这是一种避险行为,因为你以放弃标准普尔500上涨的潜在可能换取了出售买权带来的收入。

当市场强势上升时,该策略不如标准普尔500的表现好,因为出售有担保的买权限制了上升带来的潜在收益。但是,当市场变得平稳或者下滑时,该策略表现良好,因为你所赚取的期权费可以抵消标的指数的损失。

"如果发放股利的策略是在市场平稳期进行的,"施泰因希尔伯说,"证券一年可以获得10%到12%的收益,而如果投资于标准普尔500,那么就只能获得指数股息收益率。"

施泰因希尔伯说,在其20年的历史中,该指数的复利年收益率等于标准普尔500,其波动率为60%。

权益部分的最后一个构成要素是一个追踪外国股票的ETF,占投资组合的15%。先锋FTSE美国以外的全球ETF(代码:VEU)追踪与之齐名的指数的表现情况。该指数是一个涵盖了不包括美国在内的47个国家的大盘股市基准指数。该指数包含了80%的发达市场,以及大约20%的新兴市场。该指数包含了大约2 200只股票,而其ETF包含了大约2 160只股票。

固定收入 投资组合的固定收入部分只包含两个ETF:占投资组合比率20%的先锋总债券市场ETF(代码:BND)以及25%的先锋短期债券ETF。总债券市场ETF追踪雷曼美国综合债券指数,该指数估量范围很广,公众、投资等级、纳税、美国的固定收入证券——包括政府债券、公司债券,以及用美元标价的国际债券。当然现在还有按揭抵押证券和资产担保证券。所有证券的期限都长于1年,平均期限为5~10年。该ETF的资产中至少有80%投资在了指数所涵盖的债券上。

先锋短期债券ETF追踪雷曼1~5年的政府/信用指数,该指数在之前的经典投资组合中已介绍过。短期债券ETF是一种更保守的投资,因为其利率风险较小,价格波动率较小。总债券市场ETF的收益率较高,因为其平均期限较长。

其他投资 投资组合中最后的15%包括了5种既非股票亦非债券的投资。每个ETF各占投资组合的3%。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

先锋房地产投资信托(REIT)ETF(代码:VNQ)追踪 MSCI 美国房地产投资信托基金指数,它包含了整个美国房地产投资信托市场价值的三分之二。该基金已在前面的部分详细描述过。

SPDR 道琼斯威尔希尔国际房地产 ETF(代码:RWX)追踪道琼斯威尔希尔除美国外的房地产证券指数。这个全球权益指数追踪除美国以外的世界各地的房地产股票。

“我认为大多数资产配置者会同意,房地产是一个独立的资产类别,而不是经济的一个部门。”施泰因希尔伯说。其他资产部分还持有贝尔斯登公司的交易所交易票据,BearLinx Alerian MLP 精选指数 ETN(代码:BSR)。该指数追踪一个非常模糊的资产类别,叫做业主有限合伙(MLPs)。在 BearLinx Alerian MLP 精选指数后面的 ENT 表示是公开上市的能源 MLPs,是加工、生产、储存或者运输能源原料的。

施泰因希尔伯认为能源业主有限合伙的收益率和基础设施投资与一般的商品投资相反。MLPs 一般对商品价格不敏感,因为他们没有自己的自然资源。MLPs 许可他人使用设备,如向原油公司提供管道,或谁需要的商品所有权。

MLPs 的结构与 REIT 的结构很像,因为他们绝不发放股利。然而,MLPs 的经济敏感性要低于房地产,因为每天都要消费能源,因此始终都有需求。随着价格上涨和产量的上升,随着时间的推移,ETN 有望创造出两位数的年收益率。BearLinx ETN 和其他 ETN 一样有很多税收优惠,但它确实给了一年的收入分配。

最后,但并非最不重要的,是商品。要素关联罗杰斯(Rogers)国际商品指数总收益 ETN(代码:RJI)追踪广泛的商品市场,而不是某个具体的商品。吉姆·罗杰斯与乔治·索罗斯创建了著名的对冲基金——量子基金。他同样也是《热门商品》的作者,自 1998 年以来,其国际商品指数成为行业内的基准指标。

2007 年年底,新成立了一个叫做要素的财团,发行交易所交易票据。瑞典出口信贷公司和美林证券公司发行了这种 ETN。ETN 不是持有商品,而是试图复制指数的收益。ETN 的避税效果好于 ETF。关于 ETN 的更多信息,请看第 8 章。

“这是直接接触商品,”施泰因希尔伯说,“其他的商品指数也很好,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是我喜欢这个,因为相对于 ETF 来说,它可以追踪更多的商品,它涵盖 36 种不同的商品,比其他指标更多元化。而且,只要美国国税局不改变主意,就能享受到税收优势。

拼图的最后一块是道富财富黄金指数基金(代码:GLD),实际持有金条。其结构在第 8 章已作了充分的解释。施泰因希尔伯喜欢黄金股份,因为黄金可以对冲通货膨胀,这一点在美元贬值的环境下显得十分重要。纯金也避免了黄金矿业公司股票内在的股票市场风险。

他说,黄金是一种独特的资产类别,而这个交易所交易的工具占据了拥有物理金属的好处。然而,这是一个有争议的投资,黄金非常不稳定,可能失宠很多年。他认为黄金在未来的几年内会是一项很好的投资,而且价格还会上涨,但是他认为在投资组合中黄金占比多达 10% 还是让人不太安心。在他的投资组合中,黄金的占比没有超过 3%,这是因为黄金不能带来任何收入。相对于 iShares 的产品,他更喜欢道富财富黄金指数基金 ETV,因为该基金是最大的,同时也是流动性最好的。

ETF 适度增长模型

ETF 适度增长模型和 ETF 积极增长模型是根据主题而变化的。他们都是从 ETF 保守增长模型开始,然后作一些调整,通过承担更多的风险,增加投资组合的潜在收益性。投资组合中,权益部分占的比重更大一些,而固定收入投资的比重减少。(见表 10 - 5)

施泰因希尔伯将 ETF 适度增长模型形容为"适合那些寻求潜在的更高收益机会,并且愿意承担比传统的均衡投资组合更高一点的市场风险和波动性的客户。尽管可能采用其他的替代资产类别,但是这个投资组合基准比率为 75% 权益,25% 固定收入"。

ETF 适度增长模型与 ETF 保守增长模型完全一样,如出一辙,但是每个 ETF 的分配比率是不一样的。在 ETF 适度增长模型中,权益部分的配置由原来的 40% 增加到 60%,而固定收入的配置从 45% 下降到 25%。其他资产仍然保持在 15% 的比率没变,另外还是 5 种 ETF,每种还是占投资组合的 3%。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 10－5　　敏捷投资 ETF 适度增长模型(60% 权益)

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
美国股票——广泛市场	先锋大型股指数基金	VTI	25%	0.07%
美国股票——股息	iShares 道琼斯精选股利 ETF	DVY	5%	0.4%
美国股票——对冲购买权(Covered Call Writing)	iPath CBOE 标准普尔 500 买卖指数 ETN	BWV	5%	0.75%
外国股票	先锋富时美国以外的全球 ETF	VEU	25%	0.25%
美国股权合计			35%	
外国股权合计			25%	
股票总计			60%	
短期美国债券	先锋短期债券 ETF	BSV	10%	0.11%
美国整体债券市场	先锋总债券市场 ETF	BND	15%	0.11%
固定收入证券合计			25%	
美国房地产	先锋房地产投资信托 ETF	VNQ	3%	0.11%
国际房地产	标准普尔 DJ 威尔希尔国际房地产 ETF	RWX	3%	0.59%
能源 MLPs	BearLinx Alerian MLP 精选指数 ETN	BSR	3%	0.85%
多样化商品	要素关联 Rogers 国际商品指数总收益 ETN	RJI	3%	0.75%
黄金	道富财富黄金指数基金	GLD	3%	0.4%
其他投资合计			15%	
平均费率				0.34%

在适度风险模型的权益分配中,先锋大型股市场 ETF 配置从原来保守增长型模型中的 15% 上升到现在的 25%。iShares 道琼斯精选股利

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETF 以及 iPath CBOE 标准普尔 500 买卖指数 ETN 还都保持在 5% 的比率,进而使国内股票在组合中的配置增长到 35%。唯一的国际权益基金——先锋富时美国以外世界各地 ETF 从原来的 15% 增长到 25%。

在固定收益部分,先锋总债券市场 ETF 从 20% 降到了 15%,而先锋短期债券 ETF 下降的幅度更大,从 25% 下降到 10%。

ETF 积极成长模型

ETF 积极成长模型承担较多的风险。施泰因希尔伯将该模型描述为:"适合那些愿意承受重大波动,为了获得更高的收益而愿意承担高风险的顾客。尽管可能采用其他的替代资产类别,但是这个投资组合基准比率为 90% 权益,10% 固定收入。"

在积极模型中,权益部分的占投资组合的比率从适度模型的 60% 增长到 73%,而在保守模型中,该比率仅为 40%。债券只剩下占总策略 7% 的比率,这对于占比 25% 的适度模型和占比 45% 的保守模型而言,是大幅下跌。而其他投资从 15% 增长到 20%。(见表 10 - 6)

在股票基金中,先锋大盘股市指数基金从保守模型的 15% 的比率以及适度增长模型中 25% 的比率增长到积极模型中的 35% 的比率。iPath CBOE 标准普尔 500 买卖指数 ETN 从原来两个模型中的 5% 增长到 8%,而 iShares 道琼斯精选股利 ETF 完全从投资组合中彻底消失了。先锋 FTSE美国以外的全球 ETF 获得了另外 5 个百分点,构成了投资组合的 30% 的比率,相对于保守模型的 15% 以及适度模型的 25% 比率有所提高。

在债券部分,先锋短期债券 ETF 被彻底挪走了(这部分被认为是过分保守),现在先锋总债券市场 ETF 补足整个债券组成部分。先锋总债券市场 ETF 分别从之前两个模型中的 15% 和 20% 的比重,下降到仅占投资组合 7% 的水平。

与此同时,其他投资的数量有所增加。先锋房地产投资信托 ETF、SPDR DJ 威尔希尔国际房地产 ETF、BearLinx Alerian MLP 精选指数 ETN 精选指数 ETN 的比重都从之前的 3% 上升到 4%,要素关联 Rogers 国际商品指数总收益 ETN 从 3% 跳跃到 5%。然而,三个模型中,道富财富黄金指数基金的比率一直保持在 3% 的水平。

www.ntaobn.com

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 10－6　　敏捷投资 ETF 积极增长模型(73%权益)

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
美国股票——广泛市场	先锋大型股指数基金	VTI	35%	0.07%
美国股票——对冲购买权(Covered Call Writing)	iPath CBOE 标准普尔 500 买卖指数 ETN	BWV	8%	0.75%
外国股票	先锋富时美国以外的全球 ETF	VEU	30%	0.25%
美国股权合计			43%	
外国股权合计			30%	
股票总计			73%	
美国整体债券市场	先锋总债券市场 ETF	BND	7%	0.11%
固定收入证券合计			7%	
美国房地产	先锋房地产投资信托 ETF	VNQ	4%	0.11%
国际房地产	标准普尔 DJ 威尔希尔国际房地产 ETF	RWX	4%	0.59%
能源 MLPs	BearLinx Alerian MLP 精选指数 ETN	BSR	4%	0.85%
多样化商品	要素关联 Rogers 国际商品指数总收益 ETN	RJI	5%	0.75%
黄金	道富财富黄金指数基金	GLD	3%	0.4%
其他投资合计			20%	
平均费率				0.44%

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不随大流

反向投资就是要在市场上特立独行,或者更确切地说,就是通过与市场传统观念相反的做法来获利。从本质上说,反向投资就是否认大众。

华尔街有一条这样的谚语:市场总是在忧虑之墙上攀爬。这意味着当人们都害怕时,就是购买股票的最佳时机。当人们普遍乐观,大多数人认为股市会继续走高时,反向投资者可能会认为股票是正确定价或者被高估了,因此是时候卖出了。另一方面,当大家都决定出货,市场悲观情绪较高时,反向投资者认为,这是一个绝佳的进货机会,因为此时价格低廉,并且,如果所有人都出货了,那么价格就不能再走低了。

价值投资是一种反向投资,因为该投资策略是寻找市盈率低、不受人青睐的证券。

本节中要介绍的两个投资组合都是不随大流的。它们不是那种主要由美国股票和债券组成的典型的投资组合。反向福克斯(Contrarian Fox)和活跃中国战略(Active China Strategy)都是高概念投资组合,其背后的投资理念都认为广阔的美国股票市场并不是投资的最佳地点。反向福克斯挑选了一些不引人注目的领域,以期获得比美国市场更佳的表现。活跃中国战略本质上认为中国是增长最佳的地方,既然如此,何必还在美国费心呢。这两种投资组合的风险都很大,但是 ETF 使他们所提出的各种创意投资组合的例子变为可能。

反向福克斯投资组合

罗恩·德里格(Ron DeLegge)是 ETF Guide. com 网站的创始人和编辑,该网站专注于 ETF 行业,为用户提供投资组合样本。前投资组合管理者——德里格同意我发表他的反向投资组合,以便让人们了解这样的一个投资组合可能包含哪些内容。德里格说反向 ETF 投资组合的目标和策略就是"确定并选择那些不受青睐或者价值被低估,显示出正增长特质,并且等待反弹的 ETF 资产类别"。

这是一张 2008 年 3 月投资组合快照。在这段时间里,人们普遍认为美国经济进入衰退阶段,美国股票市场已经从其最高水平下降了 15%。房地产市场泡沫破裂,次级抵押贷款危机导致大量房主丧失了其对房屋的回赎权。在全国各地,房地产市场价值都下降了。金融部门,尤其是商

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业银行和投资银行受到了房地产市场的辐射影响。许多购买和出售抵押担保资产的人承担了巨大的风险。此时,许多银行已注销了数十亿美元的损失。与此同时,美元继续贬值,黄金价格较前六个月上涨了25%,每盎司高达1 000美元。

典型的投资组合目的是为投资者提供股票市场的全面概述,然而本投资组合则呈现出不同的画面。

反向福克斯模型不是一个购买并持有的投资组合,相反,它更多的是一个战术资产配置模型。投资者或者投资组合经理买入并卖出资产,以便从市场趋势变化中获利。(见表10-7)

表10-7 ETFguide.com 反向福克斯投资组合(38%权益)

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
美国股票——医疗保健板块	iShares 道琼斯美国医疗保健板块指数基金	IYH	14%	0.48%
美国股票——基础工业板块	道富环球投资原料精选板块指数交易所交易基金	XLB	9%	0.23%
美国股票——金融板块	道富环球投资金融精选板块指数交易所交易基金	XLF	5%	0.23%
外国股票	iShares 摩根斯坦利资本国际加拿大指数基金	EWC	10%	0.59%
美国股票总数			28%	
外国股票总数			10%	
股票总计			38%	
反向美国股票市场行业	ProShares 超短房地产	SRS	8%	0.95%
黄金	道富财富黄金股	GLD	16%	0.4%
其他资产总计			24%	
现金	现金		38%	0%
现金总计			38%	
平均费率				0.48%

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无论市场是涨还是跌,在买进并持有的投资中,一般需要确定战略资产配置并坚持下去。为什么要坚持呢?因为你永远无法知道市场什么时候会反弹。如果在错误的时间退出市场,你就可能错过接下来的大幅上涨。但是,如果能坚持下去,那么你就会赶上反弹。

战术资产配置试图通过利用市场变化来增加收益,故而可以经常改变这些资产配置。但不根据实际情况完全复制这样的投资组合是不可取的。不过,这却为如何在股票市场低迷时构建投资组合提供了一个示例。可以到 ETFguide.com 网站查询该投资组合的最新版本。

显著的差异 看到这个投资组合你首先会注意到该组合有大量的现金。虽然很像在一个基金中,现金可能会拖累投资组合的业绩表现,但是在市场低迷期,不会造成这种现象。如果股票市场下跌,现金可以获得3% ~5%的利息,其收益率比市场低迷期大部分股票交易所交易基金好多了。此外,当出现投资机会时,手里握有现金就很容易抓住这个机会,而不必卖掉投资组合中的某些资产。在市场低迷期持有大量现金意味着如果投资者认为时机成熟了,就可以迅速出击。我认为典型的投资策略是不会配置这么多现金的。

该投资组合的第二个不寻常的地方在于,组合中没有固定收入交易所交易证券。在此期间,美国联邦储备银行较前七个月已经将利率降低了2.25个百分点。债券的一个基本规律是当利率或者收益率下降时,债券的价格上升。美联储的短期利率目标直接影响了美国国债的收益率,利率下降,债券价格大幅攀升。不持有债券交易所交易基金背后的想法是担心未来是否还会有更多的降息政策,如果是,那还会降多少?如果不是,那么债券的价格可能就不会再走高了。

股票 iShares 道琼斯美国基金医疗保健板块指数基金(代码:IYH)是投资组合中所持比重最大的股票,达到14%。该指数追踪道琼斯美国医疗保健指数,指数中的64%来源于制药和生物股票,而其余的36%来源于医疗设备和服务。德里格喜欢该指数,因为在市场低迷期,医疗保健可以提供较好的防御工作。医疗保健的花费是一个无法自主决定的事情。与买车或者买电脑不同,当人们生病时,不管经济有多糟糕,他们都会花钱治病。在经济衰退期,医疗保险行业是为数不多的赚钱的行业之一。此外,德里格说,标准普尔9个行业部门中,医疗保健2007年的表现

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

欠佳,这就意味着该行业要反弹了。

德里格将道富环球投资(SPDR)原料精选板块(代码:XLB)和道富环球投资(SPDRs)金融精选板块(代码:XLF)补充到投资组合里。通过将标准普尔500分成9个行业板块,构成了道富环球投资精选板块。9个指数一起作为一个整体,代表了标准普尔500指数。

标准普尔500指数的成分股的变化会改变特定行业指数。在出版时,SPDR原料精选板块涵盖了基础原料行业内的28家公司:化学品、建筑材料、容器与包装、金属与采矿,以及纸张和森林产品。德里格喜欢该ETF产品,因为它曾是2007年标准普尔500中表现最好的板块之一。"如果商品价格保持坚挺,我们认为XLB还会有良好的表现。"

直到购买了SPDR金融精选板块,该投资组合才算得上真正的反向投资头寸。它代表着备受重创的金融服务行业中的92个部门,如投资银行、商业银行、保险,以及投资管理等。德里格在指数下跌了大约20%的时候购入该基金,他觉得这个定价已经开始看起来不错了。即使金融板块还继续下跌,德里格认为"这种特质的买入机会很少出现,当别人都逃跑躲避时,我们就应该善用机会"。他利用这次机会,增加了他的头寸。

ETF指南提供了6种投资组合,其中包括一个被称为战略权衡的组合,该组合与本章前面所提到的战略资产配置十分相似。例如,在其国际权益构成中,战略权衡持有的是先锋富时除美国以外全球ETF,同敏捷投资模型一样。但是,反向福克斯模型不想暴露于整个世界,因为新兴市场可能还在增长,因此他选择了一个国家——加拿大来替代全球市场。iShares摩根斯坦利国际资本(MSCI)加拿大指数基金(代码:EWC)追踪MSCI加拿大指数,它涵盖了108只证券,其中大部分都是在多伦多股票交易所交易的。根据德里格的观点,加拿大的经济非常依赖于自然资源,如木材、矿山以及石油、天然气。随着加拿大元兑美元的走强,其贸易需求量也会增大,因此成为德里格最喜欢持有的股份之一。

其他投资 尽管ProShare超短房地产(代码:SRS)追踪的是股票市场中的一个板块,但我还是将其归类到其他投资,这是因为它是双倍反向板块变动的做法。因此,如果板块下降了1%,则该ETF应该上升2%,该ETF看空房地产股票。鉴于房地产市场的全面下滑,德里格认为房地产投资信托基金、住宅建筑商以及银行股票在今年余下的时间里会显著下降。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2007年,反向福克斯模型上升了17.3%,而其基准指数的收益率仅为3.5%。自2005年6月开始,该投资组合增长了44%。

活跃中国战略

华尔街总是在寻找下一个大事件。人们对那些在巨头微软公司仅有10人时就买入该股票的投资者总是充满了敬畏,你也不知道这时因为他们有远见的眼光还是只是运气。这些投资者承担风险,很早买入股票,紧紧抓住股票不卖,进而成为了百万富翁。对那些有远见以及有健康的风险偏好的人来说,潜在的收益是无止境的。

目前,中国和印度被看做是下一个大事件。波顿·马尔基尔(Burton Malkiel)是《随机游走华尔街》的作者,同时也是普林斯顿大学化学银行主席及经济学教授。最近,他成为一个投资委员会的主席,在法储银(Natixis Global Asset Management)全球资产管理顾问公司下的活跃投资顾问公司,创建一个被称为活跃中国战略,该投资组合的目的是通过一个全ETF投资组合,抓住中国经济增长的时机而获利。

"我是交易所交易基金(ETF)的支持者,"马尔基尔说道,"我认为ETF有真正的优势。"

法储银认为,城市化发展以及中国中西部地区的发展是中国经济增长的主要动力。2007年5月,世界银行将2006年中国经济增长率锁定在10.7%,预测该比率2007年会达到10.4%。《华盛顿邮报》报道中国的交易额是世界上第三大交易额。2007年5月,经济合作与发展组织曾预测,如果中国仍继续着其两位数的贸易增长速度,2007年中国将成为世界第二大贸易国。

但是,这种投资方案的挑战性很大,风险也很大。法储银列出了中国存在的问题:收入分配不均、人口老龄化、银行体系薄弱、腐败、同台湾和日本政治关系紧张以及环境恶化。在中国投资绝对是一个冒险的策略。如果这个想法是其他人提出来的,我都会持怀疑态度,可它偏偏是马尔基尔提出来的。但是,马尔基尔是被动投资界的大师,其背后的想法是投资者可以抓住世界上发展最快的国家,该国家的增长潜力堪比20世纪50年代的美国。当然了,整个投资组合都是用ETF构建的。

活跃中国战略中,组合的60%投资于ETF,直接暴露于在国际市场上交易的中国企业,30%与中国产生间接的联系,而剩下的10%则投资于

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自然资源,中国利用这些自然资源发展其经济。直接投资于中国企业有两种方法:即投资于“A 股”或者投资于“H 股”(见表 10 - 8)。

A 股是在封闭的中国大陆市场以人民币元进行交易的股票。中华人民共和国公民不能在大陆以外的市场交易该股票,而且只有少数的外国投资者可以购买该股票。因为能供中国投资者资金增值的途径很少,现金大量充斥着中国国内市场,市场飙升了很多倍。

第二种在中国投资的方法,同时也是大多数中国境外投资者参与投资的方法,就是投资 H 股。该股票是由在中国大陆组成的公司发行,但却是在香港股票交易所以港币交易的证券。

虽然有不少公司同时在两个市场上发行股票,但是这两种股票相互不可以替代,也就是说 A 股不能换成相同额度的 H 股。H 股也同样上涨,但是因为香港市场对国际市场的所有投资者都是开放的,因此 H 股仅能上涨到 A 股的一半左右。红筹股是在香港组建的,并且以港币交易,由中国政府拥有的公司发行的证券。

活跃中国战略通过提供 3 种 ETF,将其风险直接暴露于在国际市场上交易的中国企业。该投资组合中比重最大的单项投资是 iShares 富时新华中国 25(代码:FXI),其比率为 25%,追踪其同名指数。iShares 富时新华中国 25 指数包含了 25 家总市值最大的中国企业发行的 H 股和红筹股。指数中成分股的上限为总指数的 10%。

剩下的与直接投资中国相关的 35% 的部分被平分成两块,强势金龙沃特 USX 中国投资组合(PowerShares Golden Dragon Halter USX China Portfolio)(代码:PGJ)和 iShares MSCI 香港(代码:EWH)各占 17.5%。

表 10 - 8　　法储银全球联合公司活跃中国战略(90% 权益)

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
中国股票——巨额资本	iShares 富时新华中国 25	FXI	25%	0.74%
中国股票——广泛市场	iShares MSCI 香港指数基金	EWH	17.5%	0.52%
美国股票——中国存托凭证(ADRs)	强势金龙沃特 USX 中国投资组合	PGJ	17.5%	0.7%

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

资产类别	基金	代码	分配比例	费率
投资于中国的直接股份			60%	
韩国股票	iShares MSCI 韩国指数基金	EWY	7%	0.68%
日本股票	iShares MSCI 日本指数基金	EWJ	7%	0.52%
台湾股票	iShares MSCI 台湾指数基金	EWT	5%	0.68%
新加坡股票	iShares MSCI 新加坡指数基金	EWS	5%	0.51%
马来西亚股票	iShares MSCI 马来西亚指数基金	EWM	3%	0.51%
澳大利亚股票	iShares MSCI 澳大利亚指数基金	EWA	3%	0.51%
间接投资中国,与亚太平洋相连的股份			30%	
商品——广泛市场	iPath 标准普尔高盛商品总回报指数 ETN	GSP	7%	0.75%
黄金	道富财富黄金股票	GLD	3%	0.4%
与中国相关的自然资源总计			10%	
平均费率				0.59%

iShares MSCI 香港遵循摩根斯坦利资本国际(MSCI)香港指数,这是一个涵盖了在香港交易的55只股票的一篮子指数,被认为是能代表香港市场的指数。与此同时,强势金龙力图复制沃特 USX 中国指数,该指数包含在美国交易所交易的,但其大部分收入来源于中华人民共和国的证券。尽管不是全部,但是符合这一条件的大部分企业都是中国企业。

该投资组合中还包含了会间接暴露于中国的部分。该组合中有

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

30%投资在中国主要贸易伙伴国家的 ETF 上,这些国家在中国经济增长过程中受益颇多,这也为投资者提供了一个通过亚太平洋地区经济,包括一些新兴市场,进行多元化投资的良好机会。

iShares MSCI 韩国指数基金(代码:EWY)衡量韩国股票市场的表现情况,iShares MSCI 日本指数基金(代码:EWJ)追踪日本股票市场的表现,两部分各自占投资组合的7%,几乎占据了间接中国投资部分的一半。中国是韩国最大的出口市场。

iShares MSCI 台湾指数基金(代码:EWT)以及 iShares MSCI 新加坡指数基金(代码:EWS)各自占总投资组合的5%,占间接中国投资部分的三分之一。最后,iShares MSCI 马来西亚指数基金(代码:EWM)和 iShares MSCI 澳大利亚指数基金(代码:EWA)各自占投资组合的3%。所有的这些 ETF 都跟踪与其同名的指数,MSCI 用它们来反映每个国家的股票市场情况。

接下来,由于中国对原材料的旺盛需求,投资组合中最后的10%部分由商品 ETV 构成。iPath 标准普尔高盛商品总回报指数 ETN(代码:GSP)获得了投资组合中7%的现金投资;道富财富黄金股票(StreetTracks Gold Shares)(代码:GLD)占据了投资组合最后的3%。(这些 ETF 在第8章进行过详细的介绍)

"这就是一个关于如何运用 ETF 在中国进行投资组合的例子,"马尔基尔说,"这样投资于中国的风险暴露是最低的。"

利用投资损失避税

利用投资损失避税(Tax - Loss Harvesting)也被称为税收损失销售,它是一种收获(或最大化)资本损失,通过减少每年所支付的净税款,从而增加总收益的策略。损失会增加投资组合的收益,这乍听起来很奇怪。虽然让人有点困惑,但这确实是一种行之有效的策略。

如果你所持有的投资的价值下降了,但如果你不将它售出,那么就还只是一个账面损失。利用投资损失避税背后的想法是,与其让账面损失这么搁置着,不如卖掉贬值的资产,进而实现利用投资损失避税的效果。现在你就可以摆脱失败者的角色了,因为你已经脱离了不良头寸,同时削减了未来的税收损失。另外,你可以利用该损失抵消另一项投资的资本

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利得纳税义务,从而降低你整年的税收负担。这可不是一件小事,它能迅速增加收益,尤其是短期资本收益。如果是做短期投资,那么会按平常的税率对利润征收资本利得税,如果你处于最高一栏,那么就能砍掉35%的利润。

10 000美元的利润在纳税后就变成了6 500美元,因此,利用损失抵消利润可以节省一大笔钱。最重要的是,你可以利用这些资金去买前景更好的投资产品。

很多投资者在年终都从其损失中获利了,因为接下来可以抵消更理想的收益。但是,很多时候,投资者确实不想出售其扮演了一个行业投资、国家投资或者风格投资角色的投资产品。

显然,你购买这样的投资是因为你认为它有潜在的增值可能。倾销亏损的投资存在的危险在于当你刚卖掉这些投资,它们就开始升值了。

你可能会说"马上回去再把它买回来",但是这并不是那么容易的。在美好的过去,你可以把股票卖了,然后再从另一个经纪人那里把股票买回来,这样你获得资本损失的同时,也使你保留了原有的投资。这叫做"清洗",因为这样做不会恶化你的财富,只是潜在地增加财富。如果这听起来不合理,那是因为事实不是这样。事实上,这样做是违法的。

目前,国内税收署(IRS)已经颁布了"30天清洗规则",如果投资者购买了其在30天前,或者30天后出售的同一投资产品,那么投资者就不能再主张其税收损失。所以,作为收获策略的一部分,不能用卖股票获得的资金去买同一投资产品,而是应该利用该资金购买那些不同于以往的,但是与原投资产品业绩表现十分相似的产品。这样,投资者就可以获得相同的税前业绩表现,而税务负担却减小了。

例如,你持有福特汽车公司的股票,你决定出售福特股票以实现出于税收目的的损失,但是你仍想投资美国汽车市场。由于不清楚什么时候汽车板块会反弹,你不想在没有福特股票的30天的时间中承担汽车板块反弹的风险,那么你就可以买一个与福特股票有相似业绩表现的其他股票,比如说,通用汽车公司的股票。这种出售一种证券,然后再买一种相似但不相同的证券的做法,被称为税收互换。你仍然投资于汽车板块,同时可以从投资损失中避税。

你可以很容易地将这种策略应用于ETF投资组合中,并且,事实上,

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其效果优于单只股票。凯文·梅达(Kevin Maeda)——活跃投资顾问公司首席投资官,在不违反国内税收署清洗条例的情况下,一直都在其客户账户中利用投资损失避税。

购买尽可能相似的产品以获得相同的风险补偿,但是不要买相同的指数,即使是另一个公司提供的不同的交易所交易指数基金。因此,你不能在出售了追踪标准普尔500指数的SPDR之后购买iShares标准普尔500指数基金(代码:IVV),因为这样一来,最终相当于持有了完全一样的股票。尽管这是两个不同的基金,但它们本质上是相同的。

另一方面,如果你出售的是亏损的iShares标准普尔500增长指数基金(代码:IVW),你可以购买另外一个大型股成长型基金,如iShares罗素1000增长指数基金(代码:IWF)。在这种情况下,两种基金追踪同一个区域市场——大型股票增长公司,并且可能有很多相同的控股。尽管业绩表现十分相近,但是指数的构成结构是不一样的,这才是最重要的。

如果在出售了共同基金或者单只股票时,还可以利用该策略捕捉风险暴露。比如说,如果你持有贬值了的微软或者科技共同基金,你可以将之卖掉,实现损失。但是如果你担心科技板块反弹,那么你就可以购买科技精选SPDR(代码:XLK),该交易所交易指数基金涵盖了标准普尔500科技板块中的79只股票。微软占据指数的10%左右,科技精选SPDR能反映西雅图软件巨头的股票价格的所有变化。在30天以后,你可以卖掉ETF,再把微软股票买回来,重新获得完全风险暴露。

这个理论相当简单,个人投资者自己也可以做这样的投资策略。但是持续的观测投资组合是一个非常大的工作量,有很多投资顾问可以制作这样的策略。他们很可能每天都检查所有的账户以寻找可用来利用损失获利的机会,这对个人投资者来说是非常困难的。个人投资者很可能是每年进行一次,或者在第二季度末和第四季度末每半年进行一次。对于个人投资者来说,每天或者每周都做一次微调,并非明智之举。仅交易成本一项可能就抵消了所有的潜在收益。大多数投资者都是等到当年的最后三个月的时候进行利用损失避税的策略,他们将之视为投资组合权衡工作的一部分。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

聘请一位投资顾问

自己亲自利用信息创建投资组合的感觉可能并不是太好。因为许多人没有时间去掌握那些技巧,也没有兴趣去关注自己的财务问题。

大多数人宁愿请别人来处理自己的财务问题,这也是投资业存在的基础。下班回家后,你可能并不希望将精力放在财务报告、投资书籍以及网站上,来比较12个月的收益率、风险水平,以及所持有的基础投资的潜在投资工具。你可能只想放松,想跟朋友或者家人在一起。如果你特别富有,或者有复杂的财务需求,那么经营投资组合并最小化税收负担的工作会占用你几乎所有的时间。除非你是金融工作人员,否则你是没有时间来处理这样的问题的。

约翰·博格尔(John Bogle)——首个指数共同基金的创造者,指出了投资管理行业与客户之间存在固有的利益冲突。关键在于投资管理者在买卖交易过程中赚取费用,这就是众所周知的"别只是站在那里,做些事情"的态度。与这种态度刚好相反,博格尔建议"不要只是为了做事情而做事情,站在那里"。

聘请金融顾问的原因在于你不愿意作金融决策。你可能觉得将资金交给专业人士管理会更舒服一些。许多人都想从专家那里获得建议,而投资顾问就是可以给出建议的专家。人们聘请投资顾问是因为他们想有人来告诉他们如何改进其投资组合。他们喜欢有人能和自己探讨或者能够倾听自己对市场的想法。他们喜欢同那些能怀着极大的兴趣倾听其想法的人一起工作。你的朋友不会想谈论你的钱,他也不会每天都去关注市场,他们的建议你自然也不敢轻易接纳。如果你必须聘请一位注册投资顾问(IRA),不要聘用股票经纪人。注册投资顾问和股票经纪人有很大的区别。股票经纪人不是受托人,而注册投资顾问就像信托的受托人一样,在法律上有义务寻求投资者的利益。

股票经纪人不是受托人,他们是推销员,通常,他们都是在寻求自己的最佳利益。股票经纪人不是受托人,在法律上没有义务根据你的需求,为你提供最佳的投资,他甚至连为你提供有益的投资的法律义务都没有。股票经纪人和汽车推销员没有什么不一样,他们需要推销现有的产品,乐于卖给你一辆你不想要的车,获得销售收入,然后收取佣金。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果你决定要聘请顾问,不要随便地找。金融顾问不必非上大学,甚至获得管理机构的鉴定认可。就像法律面前人人平等一样,每个人都可以在门外挂一个招牌,称自己是理财顾问。所以大家要小心,做些调查,看看该顾问是否受到了美国证券交易委员会的问责,或者看看这位备受尊重的顾问是否经常被美国全国广播公司财经频道(CNBC)或者财经媒体提及。

寻找顾问的最好办法就是让朋友和家人推荐。如果这没有可能,那么要确保该顾问有注册资格证书。特许金融分析师(CFA)是顶级的金融顾问,CFA 三个字背后意味着这些人已经参加了课程,花费了一定的时间去学习和研究如何熟练地进行投资,并给人们提出建议。

接下来的是注册财务规划师(CFP)、注册财务顾问(RFC)、特许财务顾问(ChFC)以及注册基金专家(CFS)。每个划分都代表了一定量的教育和经验。

当你为投资建议付费时,要确保该顾问没有收取任何交易佣金。相反,你要聘请向你收取投资组合管理年费的顾问。你永远、永远、永远都不要支付超过投资组合总金额 1% 的咨询服务费用。如果他向你收取更高的费用,那么你应该是问了很多的问题,让顾问有了收取高额费用的理由。多数情况下,你只是离开了顾问的大门,然后就再也不回去了。

敏捷投资公司的 J. D. 施泰因希尔伯说,让投资者不断观测其投资组合,并且对组合进行调整以适应变化的环境是非常艰难的。资产类别总是变来变去的,每一个阶段都可能存在买多了或者卖多了的经历。如果是熊市,顾问可以将经济的自然波动性和熊市的波动性考虑进去,帮助你重新构建和重新平衡投资组合。

管理投资组合是需要时间的,同时也需要情感和心理上的训练。我们往往在牛市时对自己的能力过分自信,然后在熊市的时候不合时宜地恐慌。我们有时会在市场最高位的时候买进很多,而恰恰在市场触底时卖出去很多。有了顾问以后,他会扶着你的双手,引领你进行更加平衡的投资。另外,顾问可以最大限度地利用投资损失进行避税,你也可能会在一年当中的某个日子采用该策略,而这未必是兑现的最佳时机。

管理一个交易所交易的指数基金是件让人烦心的工作。这个行业是易变的,新产品和创新产品不断地进入市场,让你很难判断哪些产品对你

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的投资组合是最有帮助的。

小结

综上所述,交易所交易指数基金(ETF)是岩石!

我想我已经向你证明了,对个人投资者而言,ETF 即使不是最好的,也是最好的投资工具之一。

到目前为止,ETF 是设计多元化投资组合的最便宜的方式。他们为资产配置提供了最多元化的选择,同时也是最容易交易的投资工具之一。除了少数几个指数共同基金外,再也没有比 ETF 更好的了。

说句心里话,我真的认为这本书是关于 EFT 投资方面最重要的书籍。其他还有一些书,更深入地研究了 ETF 的运作机制以及投资组合的构建问题。如果你想当日平仓,或者创建一个奇异投资组合,我建议你去做更深入的研究。但是,如果你想构建一个长期持有的,涵盖主要资产的投资组合,那么这本书已经足够了。

对于个人投资者而言,最基本的挑战就是如何用最少的资金获得一个广泛多元化的投资组合,即进行分散化的投资。因为过去的收益率并不能保证未来的收益情况,因此,投资者可能永远也不知道其投资到底将会盈利还是亏损。然而,持有一项投资的成本是非常容易确定的,因此,当个人投资者研究投资产品时,应该集中考虑成本问题,而不是收益问题。

对于那些构建自己的投资组合的个人投资者而言,本书已经非常清晰地介绍了什么是 ETF,他们是怎么产生的,他们是如何运作的,以及他们是怎么成为有价值的、成本低廉的多元投资组合的选择。

该小结简单介绍了为什么对个人投资者而言,ETF 是最佳投资工具。

用各种股票和债券构建一个投资组合需要大量的资金,同时也会产生一笔可观的交易费用。如果你接受“高额费用是个人投资者的克星”这一观点,那么对个人投资者来说,投资公司和基金类业务方式是最佳投资工具,因为他们为投资者提供了一个几乎没有交易费用、多元化的最小投资组合。

如果你认为投资公司是获得股票和债券市场风险暴露的最佳方式,那么就必须确定你是喜欢被动管理还是主动管理。以指数形式构建的投

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资组合在被动管理过程中,随着时间的推移,变化不大。正因为如此,该基金的运作成本非常低。积极的管理者经常可以根据其意愿自由地进行买卖交易,因此产生了潜在的高额费用和大量的交易成本。但是,主动管理为投资者提供了潜在的获得高于市场平均收益的机会,通常投资者获得高于市场平均收益的可能性是1/3。高昂的费用和交易成本成为阻碍积极型基金获得基准收益的典型因素。如果你不喜欢赌注,而是更倾向于可以保证获得市场收益减去一小部分管理费用,那么指数化投资确实很适合你。ETF本质上是可以在交易日灵活买卖的指数基金。

对个人投资者而言,指数共同基金和ETF都是不错的选择。但是,在大多数情况下,ETF是成本低廉的备选产品,ETF同时也更加透明。透明是有益的,因为投资者可以构建一个精准的战略资产配置,而这一点共同基金是无法做到的。但是,如果投资金额很小,而每月却要平均支付1美元的成本,那么ETF会因其交易成本问题,使指数共同基金成为较好的选择。

同时ETF也是较好的投资工具,因为在市场上下变动时,ETF可以让投资者获利。虽然少数的共同基金可以在熊市中盈利,但是能够采用该策略的ETF有很多。ETF可以进行卖空交易,而这是共同基金无法办到的。

另外,ETF为投资者赋予了一种可以进行更广泛的资产类别投资(如商品和货币)的能力,这比共同基金所提供的资产类别选择要更广一些。

所有的这些概念都在本章节中进行了讨论,为你构建自己的ETF投资组合提供了工具。到现在,你应该能够确定自己的风险承受度,并且应该能够确定你想持有什么样的投资了。所阐述的各种模型为所需的保守型、适度型、激进型资产配置提供了各种具体的投资组合例子。

即使你决定聘请一位注册投资顾问来为你构造投资组合,本书的知识也可以帮助你充分了解你的顾问推荐的是什么样的产品,其优势在哪里,其成本是什么。有了这些知识,你就可以准备好来判断这些投资建议是否是满足你投资需求的最佳产品。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11

ETF的未来
The Future of ETFs

ETF 业的发展速度是非凡的,它的未来更是一片光明!

仅仅 14 年,ETF 总量就达到了 629 只,管理的资产总计 6 084 亿美元。如果将所有交易所交易的基金产品都包括在内,那么 ETF 的总数更是达到了 657 只之多。假如我们将《1940 法》视作现代共同基金业发展的开端,那么共同基金业分别历时 44 年和 46 年,才在基金数量和管理资产总量方面取得与今天的 ETF 相同的成绩。

相比之下,封闭型基金一共经历了 66 年的时间才积累到今天 ETF 的数量。截至 2007 年年底,封闭型基金共 668 只,与 ETF 数量相当,但它管理的资产总量却只相当于 ETF 的一半。

共同基金业在亲眼目睹了 ETF 如何在资产管理量方面超过封闭型基金之后,才恍然醒悟,开始正视这个竞争对手。共同基金常常会说,ETF 并没能从共同基金中夺走任何的资产。那么,请大家设想一下,如果果真如此,那么我们不难推论,即使不存在 ETF 这种基金品种,目前由 ETF 管理的资产也不会流向共同基金。但是,这种情况显然是难以想象的。现在,已经有越来越多的投资者开始注意到 ETF 这种基金产品以及它能给投资者带来的收益,这显然对共同基金的发展是十分不利的。

如果 ETF 继续以这样的速度增长,那么到 2008 年年底,交易所交易产品的数量将轻而易举地突破 1 000 种,其管理的资产也将达到 1 万亿美元。然而,现实中却存在着一些可能导致 ETF 行业成长速度放缓的因素。其中一部分与股票市场持续下挫这个宏观经济环境有关,另一部分则是该行业内部的特有因素所致。

另一方面,当我们幼稚地预测着 ETF 业的未来时,一些变化已经悄然而至,并且正在深刻地改变着市场的格局:

■ 纽约证券交易所和美国证券交易所的并购;

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 专业证券商(specialists)和创业资本(seed capital);
- 积极管理的 ETF;
- 401k 计划。

纽约证券交易所和美国证券交易所的并购

最终,这不过是一出闹剧而已。

两家证券交易所并存了两百多年后,2008 年 1 月 17 日,不堪市场压力的美国证券交易所终于屈服了。纽约证券交易所的运营商,纽约泛欧交易所,同意出资 2 亿 6 千万美元,买下规模比它小的对手——美国证券交易所,这其中包括出售美交所位于下曼哈顿区总部所得的收入。

虽然美国证券交易所最终在 ETF 上市方面仍然处于领导地位,但由于多种因素的综合影响,在 2004 年纳斯达克持有的美交所的股份还没有出售之前,美交所的 ETF 交易就已经遭受了重创。

2003 年年底,美交所对期权交易者监管失利的丑闻事件爆发了。早在三年前,美交所就收到了证券交易委员会的强制执行命令,要求其加强对交易的监管。证券交易委员会在 2003 年的一份报告中这样写道,违规行为仍然"没有受到监督、检查和制裁"。同时,报告还指出,美交所没能对其会员的交易和报价进行有力的监管。不仅如此,事发之后,美交所非但没有加强监管,反而竭力掩盖事实的真相,证券交易委员会将这种行为称为"对严重缺陷的蓄意隐瞒"。这与此前证券交易委员会对纽约证券交易所作出的评价类似。

在此期间,美交所在期权市场中的份额从 2000 年的 28.6% 下降到 2003 年的 20.6%,证交所主席兼首席执行官 Salvatore Sodano 被迫辞职。

美交所声誉的骤降不仅仅是因为上述原因。一直以来,它同样被技术问题困扰着——美交所无法像其竞争对手一样,提供更加快捷和廉价的电子交易系统。霎时间,美交所在 ETF 上市方面,面临着来自纽约交易所激烈的竞争。

1996 年,纽约证交所与国家组合(Country - Baskets,俗称 Country Caskets)一起发行了第一只 ETF 之后,直到 2000 年才又象征性地推出了另外一只 ETF 产品。2001 年,纽约证交所开始利用未上市证券交易权参与美交所上的 ETF 交易。那时,ETF 产品仍然没有引起纽约证交所足够

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的重视，直到2004年，它才开始试图推出一些新的上市产品。2005年，美交所再次受到冲击。巴克莱全球投资者决定将其在美交所挂牌上市的81只ETF转到当时即将合并的纽约证交所和Archipelago交易所，只留下iShares系列基金中的一只，这相当于夺走了美交所的半壁江山。

“纽约证交所在开展ETF业务的初期十分艰难，”纽约证交所主管ETF和指数的副主席Lisa Dallmer说，“到2005年时，发展ETF已经不再只是一个试验性的想法。我们认识到，ETF业是我们所有上市交易的产品中，十分有发展前景的一个新兴产品。这个行业的成长性将会如何已经十分明显，我们希望成为见证和促进它成长的一员。”

在纽约证交所收购了群岛交易所之后，更名为纽约群岛交易所。纽约证交所为其ETF产品的交易提供了一套新的交易系统，该系统在专业人士的配置和快捷的电子交易系统方面都与纳斯达克十分相似。除了这套交易系统之外，纽约证交所还具备与金融界最具认可度的品牌产品交易的能力，这都使得纽约证交所成为了其他交易所的一个可怕对手。

尽管如此，美交所仍然有很多自己的优势。它能给予ETF的发行商更多的重视，更好的服务和支持。对于新的发行商，美交所会在结构性发行方面提供从头至尾的专业支持。这使得美交所在2005到2007年间，赢得了绝大部分新上市ETF的青睐。在纽约证交所最终达成这笔收购交易时，美交所挂牌的ETF已经达到了381只，而纽约证交所上市的ETF却只有240只。但是，新上市的ETF产品最终也没能救得了美交所。到2007年年底，美交所的ETF交易只占其上市ETF总数的5%，而剩下的95%则被纽约证交所和纳斯达克证交所占据着。

2003年年底，在一份美交所公布的报告中，其净亏损达已到730万美元。到2007年年底时，尽管美交所当年的营业收入为1.78亿美元，但税前净亏损还是增加到了接近3 600万美元。虽然事实证明，ETF是一种十分成功的产品，但它却也无法使美交所获得新生。

与美交所股票期权业务合并后，纽约证交所成为全美第三大的期权交易市场。同时，原本在美交所交易的数百家小公司也都一并转移到了纽约证交所。但是，事实最终证明，内特·莫斯塔的发明才是美交所最有价值的资产。这样看来，这项收购交易最大的成果就是，纽约证交所自此可以控制市场上95%的已上市ETF。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么,纽约证交所和美交所的合并对于ETF业来说又意味着什么呢?两个市场上占有主动地位的交易所合并后,新ETF产品上市时的选择范围将会变得更小,这会增加小公司或者一些不常见的基金上市的难度。纽约证交所不太可能像美交所一样给予所有新ETF的发行者同等的关注,这对于那些希望进入这个行业的公司来说是一个问题。不过,最大的阻碍可能还是专业人士方面的问题。合并之后,原来美交所的所有ETF都将转移到纽约证交所的电子交易系统,这对于流动性较小和即将推出新基金的小公司而言,无疑是一道障碍。

专业证券商和创业资本

早在纽约证交所和美交所合并之前,两个交易所中最杰出的交易员们就已经意识到他们的业务在锐减了。与美交所的情况相似,交易员们业务量的减小也是受多种阻碍因素共同作用所致的。其中,一方面压力来自于金融业界的外部参与者,另一方面压力来自于这些精英交易员们自己的错误。专业人士数量的减少就等于在向市场传递着一个重要的信号,警示着即将筹资设立基金或已经成立的基金,要保持流动性和小幅差价。

股票市场中,专业人士的职责就是保持资产的流动性。他们会在纽约证交所、美交所或者其他证交所的交易大厅中公开叫价。每个专业公司都有一个名册,上面记录着自己需要为哪些股票做市。在大厅中的经纪商和交易员喊出某种股票的买卖价格之后,专员们就会口头议价直到最终达成一致的价格为止,这就是所谓的价格发现。如果市场上没有人愿意进行交易,那么专家们就有义务用其自有资产买卖股票,完成这项交易。

如果一家公司是第一次在股票市场上发行,我们就称之为首次公开发行(IPO)。它通过投资银行团在股票市场上发行固定数量的股票。在公司股票首发前,投资银行就会将众多买家聚集到一起,以便以最快的速度卖出其承销的股票。

与一家公司的股票运作不同的是,ETF公司不会向市场发行股票。比如,一家专业公司想在ETF交易的第一天购买100 000份ETF份额,那么它必须筹集足够的自有资金,并用它买入换取创设单位所需的所有股

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票。这些新筹集到的资金通常被称作创业资本,因为正是他们购买了前述的股票,从而创立了基金,这些股票也成为基金设立后的管理的第一笔资产。

在一次 IPO 中,专业公司所承担的风险要比投资银行更大,因为专业公司不会像投资银行一样提前找好买家,而是独自承担了 ETF 上市的所有风险。如果一只 ETF 卖不出去,那么专业公司则只好自己持有这只基金了。正如前面提到的那样,作为提供创业资本的回报,专业公司也将获得出售该 ETF 份额的垄断权,而源源不断的订单则是对专业公司承担风险的金融回报。在这种合作关系中,专业公司不需要为 ETF 的出售权同其他对手竞争,所以他们愿意为新设立的基金提供专业支持,而这些专业支持也成为新设立的公司更愿意在美国证券交易所挂牌上市的一个主要原因。

受挫的营业额

专业公司营业额下降的一个原因是收费价格的下调。2001 年,美国股票交易所将股票的最低报价从原来的 1/16 美元,即 6.25 美分,下调到 1 美分。此举在很大程度上削减了专业公司的利润。

接下来,丑闻对营业额的下降也起到了推波助澜的作用。正如美交所的期权交易者一样,纽约证交所的多家专业公司被指控通过股票交易欺诈投资者数百万美元。在 1999 年到 2003 年间,"交易大厅中的专业公司曾经频繁地将自有交易优于客户进行操作。专业公司涉及向公众隐瞒价格信息,以及在公众订单操作前利用自有账户交易等问题"。7 家专业公司因违反美国证券法和交易规则罪被处以总计 2.47 亿美元的罚金和退款处罚。类似的事件也同样发生在包括美交所在内的多家交易所的专业公司中。因此,美国证券交易委员会在 2005 年颁布了《国家市场系统管理规则》,即 *Reg NMS*,该规则取消了专业公司的垄断权。

专业公司面临的第三个压力来自交易的操作速度方面。其实,早在丑闻事件发生之前,机构投资者就已经开始抱怨交易速度过慢了。他们希望纽约证交所和美交所也像纳斯达克一样,引入一种可以在不到 1 秒之内完成交易的电子交易系统,这样,他们就不必为完成一项交易而在交易大厅等上 15 秒左右的时间。但丑闻事件之后,机构投资者们认为,他们的交易速度之所以这么慢,是因为专业公司在他们之前进行了交易操作。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美交所为获得电子交易技术花费了大量的时间,但这项技术的操作速度仍然差强人意。纽约证交所则通过2006年对Archipelago交易所的收购解决了这一问题。在接下来的两年中,专业公司的评级下降超过30%。

匮乏的创业资本

就在专业公司行业迅速收缩的同时,大量的ETF产品问世了。可以支持ETF上市的专业公司的数量越来越少,但需要支持的ETF产品却越来越多,创业资本开始变得匮乏。所以,这一时期发行的ETF大多只能获得很少的创业资本支持。这种情况之下,市场上剩下的为数不多的专业公司不再愿意为新设立的基金提供资金了,因为在他们看来,这种新设基金很难吸引到数量可观的资产前来投资。此举导致一只新的ETF产品在市场上可能获得的创业资金骤然减少。

1999年,仅仅凭借Qubes(代码:QQQQ)的上市,纳斯达克就吸引了1.5亿美元的创业资金支持。但到2007年年中时,每只基金却只能得到300万~1 000万美元的创业资金。

创业资金筹集难度的增加,在很大程度上减慢了ETF业的发展速度。一些诸如先锋、道富环球投资和iShares一样的大发行商显然不必为此担忧,因为他们可以用自有资金支持ETF上市,但一些小规模的ETF发行商就很可能会在自筹资金方面面临巨大的困难。此前,发行商曾经发行了基于FTSE RAFI指数的国际不动产投资组合,PowerShares富时RAFI国际不动产投资组合(代码:PRY),跟踪全球木材业情况的克莱默/比肯全球木材ETF(代码:CUT)以及跟踪全球核能和铀工业的Market Vectors核能ETF(代码:NLR)。但是,在面临筹资困境之后,ETF发行商们发行这些极具吸引力的ETF产品的积极性也降低了。

尽管这种情况会迫使发行商们更好地根据市场需求开发ETF产品,但它同样也抑制了一些为投资者构造出更多实用的ETF产品的创新积极性。

锐减的流动性

专业公司除了为ETF提供创业资本之外,还会通过套利使ETF份额的价格与其持有投资组合的价值保持一致。ETF份额的价格高于其跟踪指数的真实价值时,专业公司会购入篮子股票创造出更多的基金份额,从

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而获利。当市场上股票的价值高于 ETF 份额的价格时,专业公司又会赎回 ETF 份额来换取股票组合。这个过程就保证了 ETF 份额的流动性和不会有过大的差价。

在 ETF 将交易转移到电子市场后,专业公司就不再愿意为小规模的 ETF 做市了。因此,这些需求量很小的 ETF 产品也就会经常存在买卖差价明显增加的情况。随着 ETF 价格的变动越来越困难,并且越来越偏离其资产组合的真实价值,很多投资者在想要卖出其持有的份额时都很难出售。这些 ETF 产品就只能像封闭型基金一样,以一个在资产净值基础上大幅溢价或折价的价格交易。目前, MacroShares 发行的产品已经面临这样的境遇了。

IndexUniverse. com 的发布者和 Exchange – Traded Funds Report 的编辑——吉姆·魏安特在纽约证交所和美交所合并之后,这样概括整个事件:

有观点认为,ETF 的价格发现功能已经悄然实现,因此,ETF 向电子交易系统的转化应该不会再有什么障碍。理论上,这种说法是正确的。但实际上,ETF 产品向电子交易的转化并不顺利(在此期间,纳斯达克推出了 BLDRs 系列)。关于 BLDRs,我的看法是,市场力量已经并且还将继续解决电子交易系统中存在的各种问题。总之,市场越是开放,对终端交易者就越有利。ETF 业买卖差价的减小就要归功于向电子交易系统的转移。

真正令我担忧的是,ETF 业经常忽略那些流动性良好 ETF 的交易情况。人们常常说,交易速度是最重要的,尤其当你的交易数量很大时。但事实上,如果你准备交易上百种股票,但此时又恰好没有人可以为你进行交易,那你就只能以一个偏离资产净值的价格交易了。需要注意的是,电子交易系统的金融激励机制不是为那些企图以小规模资产竞争性套利的大玩家设置的。我这样说并不是为了夸大事实,这只是发生在欧洲和美国电子交易市场的真实情况而已。随着事情的不断进展,我们也有必要对这个问题进行一定的研究。研究中,我们遇到的第一个问题就是,美交所的所有 ETF 产品是否都应该转移到群岛交易所的电子交易系统中,或者说,是否应该将现有专员操作系统的一部分保留下来。

尽管市场上一直存在对专家系统的种种抱怨,但在过去的日子里,它

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

仍然为 ETF 产品的交易提供了良好的服务支持。我认为,纽约证交所和美交所的合并以及所有 ETF 产品向新的纽约证交所的转移,都会加速专业人士行业的衰落。因为合并与转移会使业内已经存在的创业资本和流动性不足问题继续恶化,从而深刻影响整个 ETF 业。这样,行业内的很多小公司就会被迫关闭,行业的集中度也会越来越高。

"专业公司在 ETF 领域的行为方式正在不断改变着,今后也将继续改变下去,"一个跟踪 ETF 行业的网站——ExchangeTradedFunds. com 的首席操作员阿琳·雷伊希(Arlene Reyes)这样说道,"小规模的发行商获得创业资本的难度将会越来越大。因此,他们构造基金的想法必须更具想象力和创新性,另外,他们也会更加仔细地审查自己所发行的产品。"

积极管理的 ETF

在 ETF 产生之初的 15 年中,美国市场上所有的 ETF 产品都是跟踪某一指数的,即使是每月重新配置的。所谓"积极管理"的指数基金,毕竟还是属于指数基金的行列,它们仍然需要遵循一种特定的程式配置资产。

但是现在,越来越多的 ETF 发行商都在构造积极管理的 ETF 产品。这些基金的管理者可以在他们认为合适的任何时候,买入或卖出任何一种股票。这种做法可以使 ETF 的管理变得更加灵活,也使得它在共同基金面前,更加有竞争力。

"从 2002 年起,ETF 的发行商们就试图提出一种可以被证券交易委员会接受的资产配置方式了。"2007 年,管理者们终于向业内人士表达出了愿意接受积极管理的 ETF 的想法,此举也加速了整个积极管理 ETF 产品的产生过程。

积极管理的 ETF 产品的构思对传统的消极管理的 ETF 理念简直是一种颠覆性的诅咒。积极管理意味着 ETF 将丧失跟踪指数策略这一主要优势。正如积极的共同基金会比指数基金收费更高一样,积极的 ETF 也会比消极的 ETF 产品的费率更高。这部分增加的费率包括更高的研究成本,以及基金经理们频繁交易所带来的更高的交易成本和管理费用。此外,更高的投资组合收益也会在 ETF 内部产生更多的资本所得税,从而使 ETF 丧失了节税作用,基金的透明性也相应丧失了。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果一位投资者投资的初衷是控制成本的话,那么积极 ETF 的管理方法显然是与之相悖的,这很可能使得投资者最终选择 ETF 之外的其他投资工具。

“研究 ETF 的网站——ETFGuide 的编辑和发行商罗恩·德雷格(Ron DeLegge)说,积极管理的 ETF 可以像封闭式基金一样,背离其资产净值进行交易。他对正在策划构造这种基金产品的公司是否将投资者的最大利益纳入了考虑表示怀疑。‘谁更需要这种积极管理的 ETF? 是那些试图展示他们积极管理技能的基金经理们,还是那些甚至连 ETF 是什么都不清楚的愚昧的投资者们呢?’”

显然,基金经理们更需要这种基金产品。但同时,这种积极管理的 ETF 对该行业的发展来说,或许也是必要的。在读了本书之后,你会明白消极投资策略是如何在与积极管理的竞争中取胜的。事实上,对于 ETF 的发行商而言,本应有很多指数都可以吸引到大量的资产来进行投资。但是,根据 Upper 公布的数据,在第一只指数基金产生的 30 多年后,以及指数基金创造出最佳业绩的 10 年之后的今天,指数基金共吸引到了 1.5 万亿美元,仅仅相当于所有共同基金管理资产总额的 12.5%。由此可见,人们还是更喜欢积极管理的基金产品。

市场上有成千上万种不同的指数,每个细分市场也都有其相对应的指数,但是其中只有很少一部分可以吸引到足够的资产进行投资。对于共同基金而言,多个共同基金可以跟踪同一指数。但是 ETF 则与共同基金不同,ETF 产品的先动优势会使许多后发行的基金无法再跟踪与第一只 ETF 相同的指数了。因此,就出现了“指数疲劳”,这时,可利用的指数 ETF 的数量就达到了顶峰。

2007 年,很多高度集中于某一细分市场的 ETF 产品问世了。但这种产品中,很多都没有办法迅速募集到足够多的资产。在牛市中,投资者们倾向投资于那些具有有趣、不寻常理念的基金,但在熊市中,他们就会变得保守得多。这时,如果一只新的指数基金即将上市,那么它就很难筹集到足够的资金,而没有足够的资金支持,这只基金也会慢慢地枯竭甚至最终被清算。有人预测,市场将面临一场迟来的震荡。这一预测很快就得到了第一次印证。2008 年 2 月,克莱默证券清算了 11 只 ETF,它们都属于前述的因无法筹集到足够的资产而无法生存的那一类。这 11 只基金

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的资产总额占克莱默公司在美总资产的2%。

另外,在创业资本有限的情况下,越来越多的投资产品希望在竞争中赢得投资者的关注,很多已经存在的ETF又谋求资产扩张,这些因素都使得新指数ETF产生的速度在不久的将来会变得十分缓慢。如果这个行业还想继续发展下去,就必须推出新型的积极管理的ETF产品,但这并不意味着,作为投资者的你一定要去购买这些新产品。

美交所在积极管理的ETF市场中占据着很大的份额。为了争取这些新产品在这里首先上市,美交所花费了大量的时间与发行商沟通,以便为其提供更快捷的交易。“美交所开发出了一些操作系统,这些操作系统可以使积极管理的ETF在交易时不必被拆分。美交所已经因此而获得了三项专利,并且另有五项专利正在申请中。”一些人士认为,美交所希望借此使自己扭亏为盈,但这一愿望并没能实现。虽然纽约证交所在后来的收购中并没有提及这些专利技术,但是有人认为,这些专利的存在很可能是纽约交易所最终作出收购决策的主要原因。

一般来说,积极管理的ETF很有可能会比消极管理的ETF收取更高的费用比率。ETF的发行商们会告诉你,不要用积极的ETF和消极的ETF作比较,而是应该和积极管理的共同基金比较。他们这样说是为了告诉你,积极的ETF的费用比积极管理的共同基金的费用低。但是,作为投资者的你,当然没有理由放弃比较积极的ETF和消极的ETF的成本,并且估测这些成本最终可能会吞噬掉你多少收益。

投资者购买ETF的另一个原因是它的透明度高。高透明度的意思是ETF会发布基金的持仓情况,这样,经授权的参与者就可以据此构造或者赎回基金份额了。但是,积极管理的ETF就一定要将其持仓情况保密吗?大部分积极管理基金的基金经理都不希望人们知道他们买了什么、卖了什么。因为他们担心其他人会照搬他们的投资策略,甚至在他们买入之前推高股价。一些积极管理的ETF的支持者们认为,透明性并不能说是一项优势,因为透明性使得其他投资者知道你准备买入什么,这就使他们有机会在你之前完成交易。这样,那个知道你将要购入何种股票的人就会提前买入与你相同的股票,然后再高价卖给你。

积极管理的基金作为一种新产品,可以开发新的市场。由于投资于传统ETF的投资者们常常无法在市场上买到满意数量的ETF产品,因

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此,新产品的发行者就会更容易在市场上吸引到更多的投资者和资产的支持。但是,在一个下行的市场中,费用高、回报少的新产品是很难售出的。

杰里·莫斯柯维茨(Jerry Moskowitz)——富时指数美国公司的董事长说:"尽管积极管理的ETF存在诸多问题,但ETF业仍然如此大力地推出积极管理的ETF产品。由此可见,ETF业界现在十分担心自己的产品构造理念枯竭,无法再开发出其他新产品了。"

戴维·布利策(David Blitzer)——标准普尔指数委员会主席,对此也持有相似的观点:"我对积极ETF的看法同我对积极共同基金的看法大致相同:指数基金会比它们的表现更为优异。"布利策说:"他丝毫不同情那些担心非法预先交易的潜在发行者们。我们会在标准普尔指数构造变更前的3~5天向外界公布指数构成变更信息,但即使这样,积极管理的共同基金经理们仍然无法战胜我们的业绩。"

加入401k计划市场

很具有讽刺性的是,尽管ETF与共同基金有很多相似之处,但它们仍然没能被纳入高获利性的401k养老金计划。通常情况下,共同基金可以通过养老金计划筹集到数以万亿美元的资产,而这些免税的资产正是过去的20年中支持共同基金业发展的重要因素。

在与共同基金争夺这个最大市场的竞争中,ETF几乎从未得手过。共同基金公司经营着几个最大的401k养老金计划,但无论是共同基金公司还是它们的投资者都认为没有必要将低成本的ETF产品纳入他们的投资计划中。但针对成本问题,共同基金也有自己的补救办法:一方面,他们在投资产品中提供低成本的指数基金作为选择,另一方面,401k计划本身就具有税收优惠的优势。

"金融巨头富达投资的共同基金分公司——富达企业投资公司——是养老金固定缴款计划的主要参与者之一,占据着市场份额的23%。但是,'到目前为止,考虑到401k计划中的ETF,我们认为,没有任何必要为客户的投资计划加入ETF这一投资产品。'富达的发言人珍妮弗·恩格尔(Jennifer Engle)说。"

401k计划是依据1978年颁布的税收法中的401k章节命名的。根据

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这部法律,雇主为雇员提供退休金计划,在这项计划中,雇员可以使用自己的税前收入进行投资。由于是雇员自己为这项基金缴款的,因此该项计划也被称为养老金固定缴款计划,而不是像退休金一样被称为养老金的固定受益计划。

养老金固定缴款计划的税收效益是十分巨大的。税前将工资的一部分取出,投入缴款计划,可以降低个人的当期应税收入,而投入计划中的这部分税前缴款及其相应的收益,都是在最终取出养老金时才征税的。如果雇员在退休后才取出养老金的话,那么他就可以按比有工资收入时更低的所得税率纳税了,这可以为缴款计划的参与者节省一部分钱。在这项计划中,雇主们也可以为雇员提供缴款。根据 Investment Company Institute(ICI)公布的数据,2007 年上半年,整个养老金固定缴款计划共筹集到 4.4 万亿美元的资产,其中有 3 万亿美元被投入到 401k 计划中。固定缴款计划的资产中,有 2.3 万亿美元由共同基金管理,占整个计划总资产的 53%,占共同基金业管理总资产的 19%。相比之下,1990 年,养老金计划只有共计 3 850 亿美元的资产,其中共同基金管理的部分也只占 9%而已。

在养老金固定缴款计划中,由于 ETF 管理的资产所占比重太小,因此 ICI 并没有对这一数据进行整理公布。

目前,ETF 对于自己在养老金计划总资产中所占的那一小部分份额已经十分满意了,因为 401k 计划中的资产是在持续增长的,雇员每天都会有新的缴款存入。

实际上,限制 ETF 大规模参与 401k 计划的因素不只是共同基金一个,两个 ETF 卖出过程中的环节也是阻碍因素之一:经纪人佣金和零股问题。

一般来说,雇员会定期向缴款计划缴纳固定数额的钱款,缴纳金额通常是工资的一定百分比。由于共同基金的资产净值是时时变化的,雇员定额缴款就会导致零股的出现,而 ETF 又只能卖出完整的份额,不允许零股交易。除此之外,401k 计划中的共同基金是从来不收取销售费用的,而 ETF 的买入却常常产生经纪人佣金。在 401k 计划中收取佣金本身就是存在问题的,更不要说这项支出会吞噬部分的投资收益了。以上两个因素才是阻碍 ETF 进入养老金计划的主要症结所在。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人们最初尝试将 ETF 纳入 401k 计划时,引入了一个叫共同信托的庞大机构。这个信托像投资共同基金一样允许投资者购入零股。但是,这个信托在操作的过程中,也使 ETF 失去了两项原本的优势:透明性和低成本性。共同信托的投资是不透明的,计划的参与者无法了解到信托持有的投资组合,也无法决定他们购入信托份额的价格。而且,共同基金在 ETF 原来费用比率的基础上,又新增加了一个层次的费用。

事实上,为将 ETF 纳入 401k 计划,多个公司都曾经作出过重大的尝试,但在此过程中,它们遇到了各种各样的问题。俄勒冈州波特兰市的 Invest N Retire 公司,从 2004 年便开始了将 ETF 纳入 401k 计划的尝试。2007 年,巴克莱全球投资的 iShares 也曾与一家名为 BenefitStreet 的 401k 计划储备管理公司合作。然而,BenefitStreet 公司内部出现的问题几乎使所有的努力全都付诸东流。此后,智慧树公司也为其基本面加权的 ETF 系列产品推出了一个 401k 计划参与平台。智慧树公司认为,"这个平台通过设立一个综合账户,可以使 ETF 像共同基金一样在每天闭市时定价,消除交易佣金,从而彻底解决了 ETF 交易中存在的问题"。最初,智慧树公司的这项计划就是面向中小型公司的,因此,智慧树公司在 401k 计划领域取得的成就也是有限的。

最有可能使 ETF 在 401k 计划中站稳脚跟的方法是使用目标日期基金。典型的目标日期基金是一种持有基金的基金,因为它们持有的投资常常是其他的共同基金或者 ETF。目标日期基金,也称生命周期基金,是养老金市场中成长最快的一个基金品种。它通过将股票型基金和债券型基金整合到一只共同基金中的方法为投资者提供一站式的买入服务。

目标日期基金的名字中通常带有一个年份,比如 2030,这表示的是基金投资者的退休年份。当距离到期时间很远时,这种基金会较激进地持有大量的股票型基金,但是随着目标期的临近,它的投资策略会变得越来越保守,会相应地卖出一些股票型基金,买入一些债券型基金。

同盟投资者(Federated Investors)和 J. &W. Seligman 两家共同基金公司都曾经构造过以 ETF 为潜在投资品的目标日期基金。但是,这种方法构造的基金会增加一大笔费用,这又会使 ETF 丧失本来具有的低成本优势。2007 年 10 月,ETF 公司 Xshares 与折价经纪商美国贸易控股公司(TD Ameritrade)合作推出了一系列的在 TD Independence 基金名下的目

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

标日期 ETF 产品。这些 ETF 不是持有其他的 ETF,而是直接持有股票和债券。但是,到目前为止,这个系列的 ETF 并没有被纳入到任何 401k 计划之中。

"ETF 曾经在应税资产的市场开拓上取得了卓著的成绩,我们期待着在不久的将来,在 401k 计划中,可以看到 ETF 同样卓越的表现。"巴克莱国际投资的负责人兰斯·贝尔格(Lance Berg)说,"为实现这一目标,加之考虑到投资者对发行者信用的担忧,我们将会更加注意 ETF 费用的透明性,同时,也会继续保持 ETF 相对于零售型共同基金的更为低廉的成本。"

总结

所有人都坚信,ETF 业将会继续发展壮大,并不断地在吸引资产和投资者方面,向共同基金业提出挑战。但与此同时,ETF 业也面临着一系列严峻的困难。这些困难会使 ETF 业的前行举步维艰,它们会减缓该行业的发展速度,甚至会改变该行业运作的某些基础模式。

这其中可能造成的影响,我们现在可能还不得而知。但必须牢记的是,个人投资者投资 ETF 的基本要领是不变的。如果投资者希望投资于自己可以控制的产品中,那么就应该继续将基于指数的 ETF 视为最好的选择,因为它具有成本低、税收效率、透明性高和投资组合多样化等一系列的优势。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录

如何选择对你最有利的基金

（这是本书作者在2007年12月4日为TheStreet.com写的一篇文章的编辑版）

随着越来越多ETF的上市，投资者们想要把它们进行比较变得越来越困难了。

现在，很多家提供ETF筛选工具和咨询服务的网站都在相互竞争，希望自己可以成为投资者唯一的选择。可是，直到今天，也没有一家网站可以真正为投资者提供一站式的咨询购买服务。尽管如此，如果投资者们可以把这些网站上的工具结合起来使用，它们对于如何选择最适合你的ETF产品方面还是很有帮助的。

ETFguide，一个以咨询为主的独立网站。该网站可以为投资者提供两种其特有的功能，这两项功能可以根据投资者的不同要求，将ETF分类，并帮助投资者筛选合适的基金。网站的咨询功能区可以将ETF和个股、共同基金、封闭基金进行比较，另外，它还会以一种简单、易懂的方式向投资者描述先进的投资策略。网站还拥有一个会员专区，在这里，网站提供了六种典型的ETF投资组合。其中之一就是我们在第10章中介绍过的反向福克斯（Coutrarian Fox）。网站还会发表一些关于行业发展和新ETF上市的原创文章。该网站还有一个独有的特色，就是它会对所有ETF的费用比率进行季度性的调查。

该网站的专利工具之一是基金分类系统。这个系统在传统共同基金分类工具包的基础上进行了一定的改动，它只关注与ETF有关的因素。例如，它在衡量一只基金时，不会考虑它所持有的资产类别和公司规模，而是会以基金所跟踪的指数相同的方式对其进行分类，它的加权方式包括市值、基本面指标或者固定权重等。

www.wtachn.com

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一工具对于帮助投资者选择基金有着十分重要的意义。在ETF业内部,关于指数的加权和构成问题,至少讨论了两年之久。而对于那些消极管理的ETF来说,它们所持有资产的加权方法和构造方法是其与其他基金进行区分的不多的方法之一。

ETFguide的另一个优势工具可以帮助投资者利用资产类别、基金发行商、投资项目和指数加权类型等四项指标中的一种或四种搜索满意的ETF。这一工具也使投资者逐项对比两只基金变得更为便捷。对于ETFguide来说,需要在网站中增加的是一种可以比较投资收益的工具。

纽文投资的ETF Connect网站中也含有一个咨询区,它可以为投资者提供一个对ETF的全面概览。该网站中含有一些可以很好地比较基金收益的工具。但是,这些数据只有在每月月末的时候才会更新一次。这一点在市场出现突发性的、急剧的逆转时是存在缺陷的。

这个网站中还有其他一些有趣的指标,比如股利分配的数据以及一只基金是在其资产价值基础上折价还是溢价交易的。但是,这家网站的一般信息都是针对封闭式基金的,因为这些基金也可以上市交易,所以纽文公司将它们也归入ETF的行列。

华尔街日报的指数网站IndexUniverse.com为投资者提供关于ETF行业的实时消息。该网站同样拥有一种很好的工具,它可以就44种基金指标(包括历史回报、阿尔法值、贝塔值和夏普比率等)对基金作出比较。但不幸的是,这也是该网站能够提供的唯一一种工具。此外,ETF产品占据了该网站大部分的空间,因为IndexUniverse.com是一家主要面向指数基金行业的网站。

Rydex投资的ETF Essentials Web site是一家用简单、易懂的方式向投资者讲述ETF运作方式的网站。但是,Rydex的网站除了提供它旗下的基金产品的回报率、持仓情况和应税分配情况外,就再也不提供任何其他基金的信息供投资者比较了。

Exchangetradedfunds.com,全球ETF奖金的提供者,在网站上列示出所有在国外交易所上市的ETF的情况。这家网站提供的信息主要面向金融专业人士,而不是面向个人投资者。对于业内人士而言,这家网站提供了大量的资源,如指数发布者的名单和各种会议信息、托管人信息、分销商信息以及专门面向ETF的法律公司的信息。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETFtrends.com 是关注整个行业的主要博客之一。它的所有者汤姆·莱登(Tom Lydon)是一个短期资本经营者,也是 Rydex 的董事。莱登向主流媒体发布关于 ETF 的信息,并且对这些信息的真实情况给出个人见解。

路透社的 Lipper Research Center 通过路透社的新闻服务和网站的报告向投资者提供 ETF 业内的最新消息。该网站的主要特点是简单介绍每一只基金。其内容包括对每只基金从总回报、持续回报、资本保护状况、税收效率和费用五个方面,进行 Lipper Leader(全球理柏基金评级系统)评级;还包括比较收益风险、提供业绩深入剖析和费率分解等方面信息。

晨星(Morningstar)的网站会比较多地提供有关共同基金的信息,而对 ETF 的相关信息提供较少。但是,这家网站却是一个理想的财务计算器。除了提供回报率、税收分析和费用等方面的信息外,它还会提供 ETF 预购买卖方面的消息,并且同样会对 ETF 评级。

如果你想搜索 ETF,你还可以登录 TheStreet.com 的 ETF Center。这里有关于新发行的 ETF 的最新消息。该网站同样在它的评级区对 ETF 进行了评级。TheStreet.com Ratings 独有的统计学模型利用主要金融标准和指示性指标对 ETF 进行评级(另外,它也对股票型共同基金、银行、保险公司和其他金融机构进行评级)。在那里,你还可以找到我为这家网站整理的描述 ETF 的文章。

SmartMoney.com 可以为投资者提供 ETF 和股票方面最全面的图表。你可以在这些利用 Java 技术绘制的表格中找到过去五年中起止时间任意的数据。这些表格涵盖的信息可能多达五年之久,也可能只有一周的内容。你可以在同一张表格中,将一只 ETF 与指数或者其他 ETF 进行对比。另外,你也可以找到我为这家网站整理的对于 ETF 描述的文章。

Yahoo 金融网站中的金融板块和 ETF 板块,内容都十分普通,在这里不值得一提。但是,它确实提供了一些其他人没有提供的信息:从每只 ETF 上市之日起,所有交易日的历史价格和当日成交量。

全国超低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服00/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

ETFs
FOR THE LONG RUN

ETF是最近十年发展最为迅速的投资工具，与传统证券投资基金相比具有投资简单和费用更低等优势。《ETF基金——我为什么总能跑赢大盘》这本书，是广大投资者了解ETF的极佳读物。

中国证监会基金监管部副主任 洪磊

ETF凭借其高透明性、低费率、分散化投资、交易灵活等优势，成为近年来海外市场中发展迅速的一个热点投资品种，同时，ETF在国内市场也逐渐被认识、认可。本书清晰、详尽地回顾了ETF的发展历史，阐述了ETF的诸多特性，并且还讨论了与ETF相关的其他一些交易所交易工具。这些，为投资者在运用交易所交易工具、构建自己的投资策略等方面提供帮助和启发。

工银瑞信上证央企50ETF、深证红利ETF基金经理 樊智

出 版 人：刘明辉
策划编辑：毕华书
责任编辑：毕华书 窦玲玲
封面设计：张 金

ISBN 978-7-5505-0005-1
9 787550 500051 >

定价：36.00元